

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

ШИШОВА ЮЛІЯ ГРИГОРІВНА

УДК 005.915:338.5:658.2:502.131.1(043.5)

**МЕХАНІЗМИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА В
УМОВАХ ЕКОЛОГООРІЄНТОВАНОГО РОЗВИТКУ (НА ПРИКЛАДІ
МАШИНОБУДІВНИХ ПІДПРИЄМСТВ)**

Спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами
(за видами економічної діяльності)

ДИСЕРТАЦІЯ

на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник –
кандидат економічних наук
Костель Микола Васильович

Суми – 2014

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ФУНКЦІОНУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ЕКОЛОГООРІЄНТОВАНОГО РОЗВИТКУ: АНАЛІЗ МОЖЛИВОСТЕЙ ТА ЗАВДАНЬ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ.....	12
1.1 Екологоорієнтована діяльність підприємства як результат трансформації зовнішнього середовища його функціонування.....	12
1.2 Вартісно-орієнтована концепція управління підприємством.....	24
1.3 Резерви створення вартості машинобудівних підприємств в умовах екологоорієнтованого розвитку.....	38
Висновки до розділу 1	50
РОЗДІЛ 2. УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ НА ОСНОВІ ВАРТІСНОГО РОЗРИВУ.....	53
2.1 Фактори вартості фінансово-економічного та екологічного характеру.....	53
2.2 Вартісний розрив: сутність та методологічна функція.....	79
2.3 Науково-методичний підхід до оцінювання розриву рентабельності інвестованого капіталу	90
2.4 Розрив середньозваженої вартості капіталу: оцінка та використання.....	105
Висновки до розділу 2	120
РОЗДІЛ 3. МЕТОДИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВИКОРИСТАННЯ МЕТОДУ ВАРТІСНОГО РОЗРИВУ В МЕХАНІЗМАХ УПРАВЛІННЯ МАШИНОБУДІВНИМ ПІДПРИЄМСТВОМ.....	124
3.1 Роль і місце методу вартісного розриву в механізмах вартісно-орієнтованого управління підприємством.....	124
3.2 Управління вартісним розривом у системі управління вартістю	

підприємства.....	141
3.3 Оцінювання та прогнозування вартісного розриву на прикладі ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" та ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"	160
Висновки до розділу 3.....	181
ВИСНОВКИ.....	185
ДОДАТОК А Аналіз підходів до оцінки впливу екологоорієнтованої діяльності підприємства на його вартість.....	188
ДОДАТОК Б Фінансові інструменти екологічного регулювання за характером впливу на поведінку товаровиробників	189
ДОДАТОК В Відображення у грошових потоках та ставці дохідності результатів задоволення інтересів стейкхолдерів	191
ДОДАТОК Г Порівняльна характеристика моделей оцінки вартості в рамках концепції VBM в умовах екологоорієнтованої діяльності підприємства	193
ДОДАТОК Г Підходи до визначення сутності поняття "механізм" та "механізм управління"	195
ДОДАТОК Д Порівняльна характеристика моделей формування оптимальної структури капіталу на основі теоретичних концепцій	196
ДОДАТОК Е ФІНАНСОВА ЗВІТНІСТЬ ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" та ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ".....	199
ДОДАТОК Е.1 ФІНАНСОВА ЗВІТНІСТЬ ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ".....	200
ДОДАТОК Е.2 ФІНАНСОВИЙ ЗВІТ СУБ'ЄКТА МАЛОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА ТОВ "Конструкторське бюро"УКРСПЕЦМАШ"..	215
ДОДАТОК Є Акти та довідки про впровадження результатів дослідження.....	221
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	225

ВСТУП

Актуальність теми. Реалізація стратегії модернізації промисловості України з пріоритетом імпортозаміщення вимагає підвищення конкурентоспроможності виробничого процесу вітчизняного машинобудування. Аналіз досвіду розвинених країн свідчить, що серед факторів, які формують конкурентні переваги підприємства у сучасних умовах, зростає вплив екологічного фактора.

Для машинобудівних підприємств України реалізація стратегії розвитку з екологічними пріоритетами є особливо актуальною – потенціал енергозбереження у машинобудівному комплексі оцінюється у 25–30 % від щорічного споживання енергоресурсів, що може стати базою для істотного скорочення витрат. Усе це ставить нові вимоги щодо характеру та механізмів управління підприємством, вимагає переорієнтації бази прийняття управлінських рішень із рентабельності чи прибутку на вартість підприємства. Саме вартість підприємства, її динаміка визнаються сучасним фінансовим менеджментом основним критерієм ефективності управлінських рішень. Тому формування гнучкої системи управління на підприємстві на основі вартісної концепції та концепції соціальної й екологічної відповідальності є актуальним завданням.

Дослідженню теоретико-методологічних, методичних та практичних аспектів оцінки вартості, вартісно-орієнтованого управління підприємством присвячено праці таких вітчизняних та зарубіжних учених, як: Е. Блек, М. Браун, С. Валдайцев, Т. Васильєва, М. Волков, А. Дамодаран, І. Єгерев, І. Івашковська, Т. Коупленд, О. Кузьмін, Л. Мочалова, Дж. Муррін, А. Раппапорт, М. Скотт, О. Сохацька, Дж. Стюарт, О. Теліженко, Т. Теплова, Р. Цой, У. Шарп та інших.

Вплив соціально-екологічних факторів на вартість підприємства досліджували Н. Андрєєва, М. Барт, Є. Варфоломєєв, Я. Вишняков, Т.

Горохова, В. Короткий, А. Керолл, К. Олійник, Дж. Ольсон, С. Тарасенко, А. Харін та інші.

Проте подальшого вирішення потребують питання формування ефективної системи фінансового управління на основі вартісного підходу з урахуванням зростаючого впливу нефінансових факторів, зумовленого орієнтацією на екологоорієнтований розвиток.

Теоретичне та практичне значення питань управління вартістю підприємств машинобудівного комплексу, що відповідає сучасним завданням екологоорієнтованого розвитку, зумовило вибір теми, мети, завдань дисертаційного дослідження, визначило його зміст та структуру.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана у контексті Основних наукових напрямів та найважливіших проблем фундаментальних досліджень у галузі природничих, технічних і гуманітарних наук на 2014–2018 рр. (Постанова Президії НАН України № 179 від 20.12.2013 р.), а саме: економіка підприємства та управління виробництвом, а також відповідно до пріоритетних комплексних міждисциплінарних досліджень: інноваційна та інвестиційна політика, прогнозування та моделювання розвитку економічних, технологічних, інноваційних і соціально-демографічних процесів. Наукові результати дисертаційного дослідження увійшли до науково-дослідних робіт Сумського державного університету: «Механізми вартісно-орієнтованого управління підприємством» (№ д/р 0113U008383), де автором викладені науково-методичні підходи до оцінки та прогнозування вартісного розриву за індикатором середньозваженої вартості капіталу підприємства та підходи до прогнозування розриву за рентабельністю інвестованого капіталу; «Фінансове забезпечення інноваційної діяльності підприємства» (№ д/р 0110U006868), у якій автором обґрунтовані підходи до здійснення фінансового менеджменту на підприємстві на основі вартісної концепції управління за методом вартісних розривів; «Оцінка ефективності та оптимізація діяльності фінансових посередників» (№ д/р 0111U008924), де

автором викладені підходи до управління структурою капіталу на основі прогнозування динаміки середньозваженої вартості капіталу.

Мета і завдання дослідження. Метою роботи є вдосконалення теоретико-методичних підходів до формування механізмів управління вартістю підприємств в умовах екологоорієнтованого розвитку.

Відповідно до мети у роботі поставлені такі завдання:

проаналізувати вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на фінансово-економічні показники його функціонування;

дослідити фактори вартості екологічного характеру, провести їх класифікацію, описати їх зв'язок з фінансовими факторами вартості підприємств;

дослідити та вдосконалити сутність поняття «вартісний розрив» як інструменту вартісно-орієнтованого управління підприємством в умовах екологоорієнтованого розвитку;

запропонувати науково-методичний підхід до оцінювання величини вартісного розриву (ВР);

обґрунтувати науково-методичний підхід до диференціації важелів управління вартістю підприємства на економічному горизонті управління;

удосконалити механізми управління вартістю підприємства на основі вартісного розриву.

Об'єктом дослідження є процес вартісно-орієнтованого управління підприємством та механізми управління вартістю в умовах екологоорієнтованого розвитку.

Предметом дослідження є фінансово-економічні відносини, що виникають у процесі операційної, інвестиційної, фінансової діяльності підприємства на принципах екологічної відповідальності, результатом яких є зміна його вартості.

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційного дослідження є діалектичний метод наукового пізнання, системний та історичний підходи, фундаментальні положення сучасної економічної теорії,

економіки підприємства, фінансів, фінансового менеджменту, теорії стратегічного управління.

Для вирішення поставлених завдань дослідження були використані такі методи наукових досліджень: системно-структурний та логічний аналіз – при дослідженні впливу екологоорієнтованої діяльності підприємства на фактори його вартості, трансформаційних змін у системі фінансового менеджменту суб'єкта господарювання; порівняльний аналіз – при аналізі вартісних показників та рівня капіталізації підприємств в умовах екологоорієнтованого розвитку; методи прогнозування, графічний аналіз – при діагностиці та аналізі динаміки вартісного розриву в прогнозованому періоді; економіко-математичного моделювання – при оцінюванні та прогнозуванні вартісних розривів за індикаторами вартості капіталу та рентабельності інвестованого капіталу.

Інформаційну базу дослідження склали: законодавчі та нормативно-правові акти; офіційні статистичні дані; результати досліджень міжнародних організацій; первинна документація підприємств, зібрана, опрацьована та узагальнена особисто автором; монографії та науково-аналітичні статті вітчизняних та зарубіжних авторів, електронні ресурси, наведені в мережі Інтернет.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у такому:

вперше:

- розроблено науково-методичний підхід до оцінювання розриву середньозваженої вартості капіталу підприємства, виходячи з функціональної залежності її зміни від параметра екорелевантності, в основу визначення якого покладено відносну інтегральну оцінку втрат вартості, зумовлених екологічними характеристиками інвестиційного проекту, за економічний горизонт управління вартістю;

удосконалено:

- аналітичну базу вартісно-орієнтованого менеджменту підприємства, що передбачає оцінку вартісного розриву, під яким на відміну від

існуючих запропоновано розуміти потенційну втрату вартості, зумовлену вибором підприємством стратегії розвитку з відповідними екологічними характеристиками, та кількісно визначати як суму розриву рентабельності інвестованого капіталу та розриву середньозваженої вартості капіталу;

- інструментарій оцінки вартісного розриву, що на відміну від існуючих передбачає оцінку розриву рентабельності інвестованого капіталу підприємства (ROIC) за економічний горизонт управління вартістю на основі логістичної функції, характер якої визначається розміром загального левериджу;

дістали подальшого розвитку:

- класифікація факторів вартості, яку поряд з існуючими обґрунтовано розширити факторами вартості екологічного характеру, що поділяються за ознаками: «відношення до підприємства», «можливість управління», «характер прояву у часі», «переважний прояв впливу», «рівень релевантності»;

- науково-методичні підходи до вартісно-орієнтованого управління, що на відміну від існуючих передбачають виділення на економічному горизонті управління вартістю підприємства інтервалу застосування важелів операційної діяльності та інтервалу застосування важелів фінансово-інвестиційної діяльності з метою мінімізації вартісного розриву в процесі реалізації підприємством стратегії розвитку з відповідними екологічними характеристиками;

- критеріальна база оцінки ефективності управлінських рішень в механізмах управління інвестиційною, фінансовою діяльністю та у механізмі стратегічного управління, що на відміну від існуючих передбачає оцінювання і прогнозування складових вартісного розриву і зумовлює трансформацію об'єкта, мети та розширення завдань управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що теоретичні та методичні положення, висновки і рекомендації дисертаційної роботи доведені до рівня практичних розробок, які дають можливість підприємствам, зокрема машинобудівного комплексу, використовувати результати роботи при здійсненні фінансового управління на основі вартісного підходу управління, розширити інструментарій управління вартістю.

Розроблені науково-методичні та практичні положення дисертаційного дослідження в частині оцінки та прогнозування вартісного розриву за індикатором рентабельності використані на підприємстві ПАТ «Сумський завод «НАСОСЕНЕРГОМАШ» (довідка № 20/774/1 від 11.02.2014 р.); рекомендації щодо управління вартістю на основі методу вартісних розривів, а також підхід до прогнозування динаміки розриву середньозваженої вартості капіталу підприємства на основі параметра, що врівноважує інтегральний економічний ефект та приведені можливі втрати вартості в результаті реалізації інвестиційного проекту, були використані ТОВ «Конструкторське бюро «УКРСПЕЦМАШ» (акт № 76 від 03.02.2014 р.).

Матеріали дисертаційного дослідження (теоретичні, методичні та практичні авторські розробки) впроваджено у навчальний процес Сумського державного університету (акт від 06.02.2014 р.). Теоретичні та практичні положення дисертації використовуються у навчальних курсах таких дисциплін: «Фінанси підприємств», «Фінансовий менеджмент», «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва».

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею. В роботі сформульовані та науково обґрунтовані науково-методичні підходи до управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку. Висновки та рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок автора у наукових працях, опублікованих у співавторстві, зазначено у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Висновки, рекомендації та результати наукового дослідження доповідалися дисертантом на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: науково-технічній конференції викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту «Економічні проблеми сталого розвитку» (м. Суми, 2010 р.); XVI Міжнародній науково-практичній конференції «Economics for Ecology» (м. Суми, 2010 р.); XIII Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Екологія. Людина. Суспільство» (м. Київ, 2010 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Теорія та практика розвитку інноваційної економіки» (м. Одеса, 2011 р.); I Всеукраїнській науково-технічній конференції «Хімічна технологія: наука та виробництво» (м. Шостка, 2011 р.); III Міжнародній науково-практичній конференції «Пріоритети нової економіки знань в ХХ сторіччі» (м. Дніпропетровськ, 2012 р.); II Міжнародній науково-практичній конференції «Економіка та менеджмент: перспективи розвитку» (м. Суми, 2012 р.); науково-практичній конференції, присвяченій пам'яті проф. Балацького О. Ф., «Економічні проблеми сталого розвитку» (м. Суми, 2013 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Національні моделі економічних систем» (м. Херсон, 2013 р.); XXXII Міжнародній науково-практичній конференції «Тенденції розвитку організаційного та проектного менеджменту» (м. Львів, 2013 р.).

Публікації. Основні результати дисертаційного дослідження опубліковано у 18 наукових працях (із них 6 - у співавторстві) загальним обсягом 6,26 друк. арк., з яких особисто авторів належать 5,24 друк. арк., у тому числі 1 підрозділ у колективній монографії, 6 статей у наукових фахових виданнях України (з них 1 публікація ввійшла до міжнародних наукометричних баз), 1 стаття у наукових періодичних виданнях інших держав, 10 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг

дисертації – 246 сторінок, у тому числі основного тексту 183 сторінок. Дисертація містить 17 таблиць на 14 сторінках, 35 рисунків на 20 сторінках, 8 додатків на 37 сторінках, список використаних джерел із 209 найменувань на 22 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ФУНКЦІОНУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ЕКОЛОГООРІЄНТОВАНОГО РОЗВИТКУ: АНАЛІЗ МОЖЛИВОСТЕЙ ТА ЗАВДАНЬ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ

1.1 Екологоорієнтована діяльність підприємства як результат трансформації зовнішнього середовища його функціонування

Функціонування підприємств у сучасних умовах господарювання визначається широким спектром умов та факторів зовнішнього середовища. Так, поряд з такими визначними факторами розвитку світової економіки, як: зростання науково-технічного прогресу, розширення і закріплення позицій ТНК, інтерналізація, глобалізаційні процеси, значне розширення фінансового сектору економіки важливого значення набувають соціально-екологічні аспекти функціонування та розвитку економічних систем, які на сьогодні втілені в концепції сталого розвитку.

Так, в умовах поширення принципів сталого розвитку сформовані та діють законодавчі документи, нормативи та положення, які регулюють діяльність фінансових установ та суб'єктів господарювання щодо їх функціонування на екологічно безпечних засадах. Комерційні банки, страхові компанії, інвестиційні та пенсійні фонди керуються у своїй діяльності положеннями, визначеними Принципами Екватора, Принципами відповідального інвестування, Кліматичними принципами.

Показовими індикаторами, що характеризують дотримання економічними агентами політики соціально відповідального інвестування (СВІ), виступають фондові екологічні індекси (фондові індекси соціальної відповідальності), які розробляються сьогодні провідними фондовими біржами та рейтинговими агентствами і є найбільш простим способом акумулювання інформації про ринкову вартість компаній. Індекси показують

капіталізацію підприємств, що характеризує поточну вартість екологічно відповідальних компаній. Найбільшої популярності на сьогодні отримала група індексів Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI). Індeksi DJSI передбачають комплексну оцінку корпоративної соціальної відповідальності (КСВ) підприємств та організацій, які практикують дотримання політики сталого розвитку, шляхом ранжування їх за сумою економічних, екологічних та соціальних критеріїв. В основі використання цих індексів лежить принцип визначення "найкращої в своєму класі" компанії («best-in-class»). До індексу включаються лідери сталого розвитку від кожної галузі на глобальному та регіональних рівнях [5; 24; 82].

Крім фондових існують нефондові індекси соціальної відповідальності, які використовуються для здійснення порівняльного позиціонування [5]. Наприклад, Corporate Philanthropy Index (CPI), розроблений компанією Walker Information під егідою Ради фондів США, передбачає здійснення оцінки діяльності компанії різноманітними групами зацікавлених сторін. Використання індексу Social Index (SI) під керівництвом Датського міністерства соціальної політики орієнтоване на створення робочих місць. В основі визначення індексу – проведення соціального опитування робітників компанії. Ті компанії, що отримали високі бали в результаті оцінювання, отримують можливість використовувати спеціальний логотип КСВ.

До найбільш відомих екологічних, низьковуглецевих індексів належать: NASDAQ OMX CRD Global Sustainability Index (США), FTSE4GOOD (Великобританія), HKQ AA HSBC (Гонконг), BOVESPA (Бразилія), NERAX-Eco (Росія) та інші. Призначення індексів полягає не лише у спрощенні процесу прийняття інвестиційних рішень, але й у мотивуючій функції. Постійно зростаюча позитивна динаміка індексів сталого розвитку порівняно з індексами підприємств промисловості (рис.1.1), що не дотримуються принципів екологоорієнтованого розвитку, стимулює підприємства до збільшення акціонерної вартості у довгостроковій

перспективі за рахунок інтегрування у свою бізнес-стратегію принципів сталого розвитку [115].

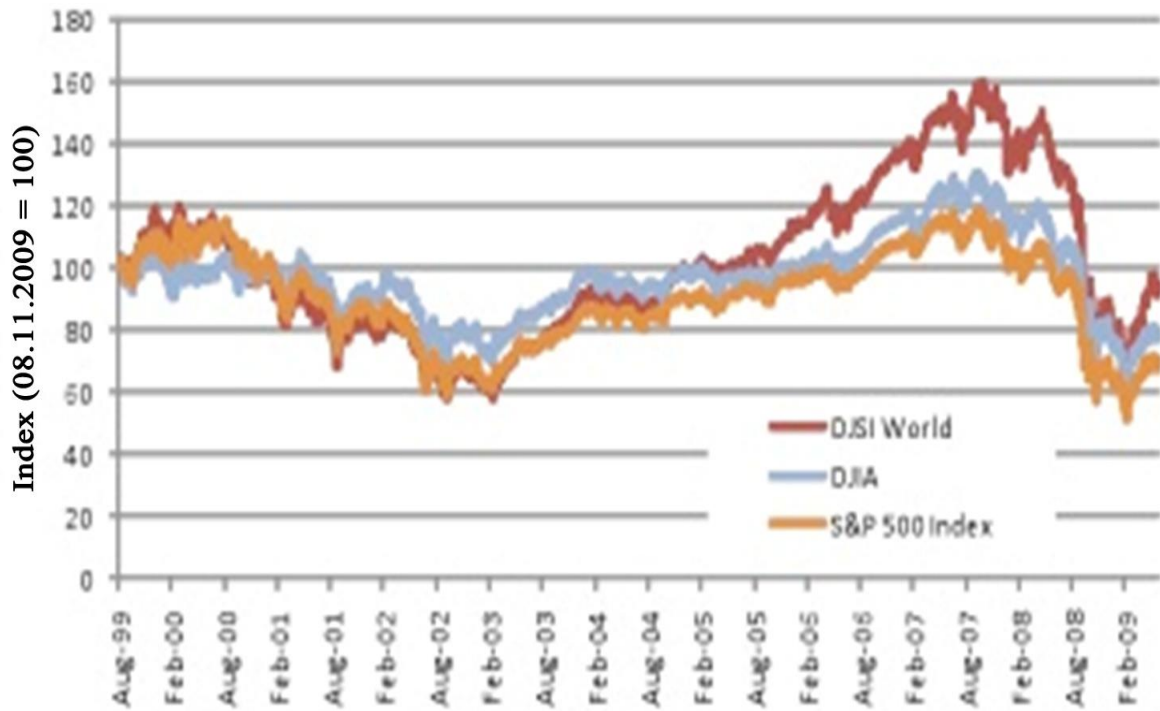


Рис. 1.1. Динаміка фондового індексу Dow Jones Sustainability Index (DJSI), індексу Dow Jones Industrial Average (DJIA), індексу S&P 500 [82]

Цікавим з позиції дослідження впливу соціально-екологічних факторів на фінансово-економічні показники діяльності суб'єктів господарювання є дослідження проведене російським рейтинговим агентством АНО "НЕРА". До складу фондового екологічного індексу NERAX Eco були включені акції підприємств, що мали високі показники екологічної ефективності та надавали прозору екологічну звітність. Вартість акцій зазначених підприємств зросла майже на 40% після того, як було оголошено, що вони офіційно увійшли до зазначеного індексу [205]. Заслужує на увагу той факт, що зазначена тенденція збереглась і надалі (рис.1.2).

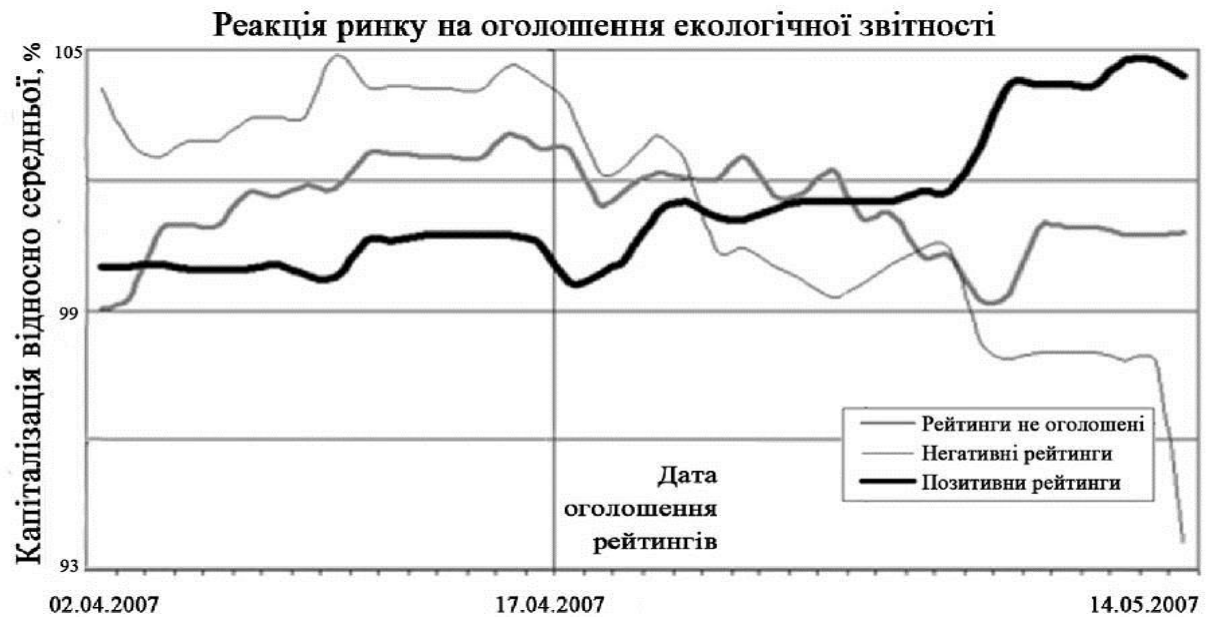


Рис. 1.2. Динаміка капіталізації підприємств залежно від їх рішення щодо оприлюднення інформації про екологічну ефективність та участь в екологічних рейтингах (NERAX Eco) [205]

Підтвердженням взаємозв'язку між фінансовими та нефінансовими (соціальними, екологічними) індикаторами діяльності підприємства слугує досвід британської нафтогазової компанії British Petroleum. Так, у 2010 році на орендованій компанією нафтовій платформі Deepwater Horizon, стався вибух, що спричинив масштабну екологічну катастрофу в результаті витікання значних обсягів нафти в Мексиканську затоку. На думку фахівців, причиною такої катастрофи стало скорочення компанією та її партнерами коштів, спрямованих на організацію безпеки видобутку нафти. Так, для British Petroleum, що продемонструвала свою екологічну та соціальну безвідповідальність, вартість акцій за 10 днів знизилась на 14%. Це була перша відповідь соціально відповідальних інвесторів зазначеної компанії. Другою реакцією стало виключення її з рейтингу Dow Jones Sustainability Index, тобто фактично визнання British Petroleum компанією, що не заслуговує на увагу інвесторів, небайдужих до навколишнього середовища. Крім того, міжнародне рейтингове агентство Fitch знизило довгостроковий рейтинг компанії на 6 позицій (з AA до BBB) [101].

Проведений аналіз практичного досвіду підприємств та організацій у дотриманні політики сталого розвитку та її вплив на результати їх діяльності формує передумови до виділення екологічного фактору як одного з ключових факторів, що суттєво впливає на тенденції та динаміку фінансово-економічних показників діяльності суб'єктів господарювання.

Під екологічним чинником в нашому дослідженні будемо розуміти комплекс зовнішніх умов та процесів, що є наслідком впровадження принципів екологічно сталого розвитку у всі сфери соціально-економічних відносин, та вплив яких на підприємство відображається у зміні фінансово-економічних показників його діяльності.

Таким чином, на сьогодні бізнес знаходиться на етапі розвитку нових ринкових відносин – відбувається перехід від розвитку суспільства, що заснований на використанні та стрімкій експлуатації природних ресурсів, до ведення бізнесу за інноваційним вектором, зумовленого дотриманням політики екологічно сталого розвитку. На думку Варфоломєєва Є. В., такий інноваційний розвиток економіки є способом адаптації людського суспільства до наявного дефіциту природних ресурсів, з одного боку, та зростання кризових явищ у навколишньому середовищі з іншого [15]. Отже, екологічний чинник є одним з каталізаторів переходу підприємств з індустріального до інноваційного типу розвитку.

На підтвердження зростаючого впливу екологічного фактору на результати фінансово-господарської діяльності підприємств розглянемо дослідження вчених-економістів, що стосуються різних галузей, видів діяльності, різних аспектів впливу та прояву цього впливу.

Як показує досвід вітчизняних підприємств сьогодні екологічний фактор в основному розцінюється як додатковий ризик для суб'єкта господарювання. На думку Олійника К. [76] вплив екологічного фактору на загальне суспільне виробництво проявляється сьогодні майже виключно як негативний, що ускладнює процес відтворення як на мікроекономічному, так і на макроекономічному рівнях. Причинами цього є, по-перше, стрімке

зростання техногенного навантаження на навколишнє природне середовище та, по-друге, глобалізаційні процеси економіки, що сприяли значному поширенню екологічних проблем на планеті.

Однак, результати інших досліджень, подані у працях [4; 19; 29; 55; 109], переконують у протилежному – врахування екологічного фактору підприємствами при здійсненні ними своєї діяльності передбачає отримання останніми додаткових фінансових вигід у майбутньому. Так, Тарасенко С. у своїх дослідженнях зазначає, що прояв екологічного фактору як екологічного гудвілу є сьогодні необхідною складовою успіху підприємства та сприяє зростанню його вартості у довгостроковій перспективі [109].

Горохова Т. наголошує на екологічній складовій корпоративної соціальної відповідальності, дотримання якої сприяє формуванню довгострокової довіри з боку співробітників, споживачів, партнерів, підвищенню конкурентоспроможності та фінансової стійкості підприємства. Натомість відсутність інформації про екологічні та соціальні програми підприємства, його витрати на вирішення проблем навколишнього природного середовища підвищує ризик неадекватно оцінюваних результатів з боку зацікавлених сторін [29].

Андрєєва Н., Вишняков Я., Короткий В. [4; 19; 55] обґрунтовують визначальну роль екологічного чинника при підвищенні інвестиційної привабливості підприємства. Серед інструментів збільшення інвестиційної привабливості автори виділяють екологічні рейтинги, що на сьогодні широко використовуються у розвинених країнах і є перспективними для впровадження в українських умовах. Зазначені механізми передбачають надання відкритої інформації про екологічну звітність підприємств, сприяють врахуванню ними екологічних вимог, що загалом дозволяє збільшити кількість зацікавлених інвесторів.

Вагома частина досліджень, зокрема робіт закордонних економістів [146; 148; 151; 156; 157; 165; 179; 180], присвячена сьогодні вивченню впливу соціально-екологічних факторів на вартість підприємства. Як показують

результати таких досліджень [146; 151; 164; 165; 166; 179; 180], останнім часом спостерігається зростаюче розходження між ринковою та бухгалтерською вартістю підприємств. Так, безпосередньо бухгалтерські показники діяльності підприємств не пояснюють величину ринкової вартості та її індикаторів. У зв'язку з цим актуалізується вивчення впливу нефінансових факторів, зокрема екологічного фактору, на ринкову вартість підприємства.

У процесі дослідження вченими [158] визначено обернену залежність між якістю системи екологічного менеджменту на підприємстві та волатильністю ринкової ціни його акцій. Так, чим ефективнішим є екологічний менеджмент, тим нижчою буде волатильність ринкової ціни на акції.

Автори [157] проаналізували вплив екологічної звітності на чистий прибуток та ринкову вартість підприємства. При оцінці екологічної звітності використовувалась інформація, що була оприлюднена підприємствами добровільно та свідомо. Дослідження проводилось на прикладі різних країн з урахуванням специфіки системи звітності та організації управління у цих країнах. В основі аналізу лежить формування моделі залежності курсу цінних паперів на фондовому ринку від балансової вартості акції, ринкової вартості акції, екологічної звітності. Проведені дослідження на основі міжкраїнового порівняльного аналізу показали такі результати:

- існує позитивна кореляція між оприлюдненням звітності про екологічні показники підприємства та ринковою вартістю його акцій (Німеччина, Ірландія, Італія);

- спостерігається обернена залежність між відкритістю звітності про екологічні показники підприємства та ринковою вартістю його акцій (Австрія, Франція, Португалія, Люксембург);

- не виявлено взаємозв'язок між екологічною звітністю підприємств та його вартістю (Фінляндія, Бельгія, Греція, Нідерланди).

Можливе пояснення таких результатів вчені вбачають в наступних причинах: нездатність правильного, адекватного тлумачення інвесторами інформації про показники екологічної ефективності діяльності підприємств; визначення такої інформації нерелевантною по відношенню до вартості підприємства. У першому випадку подальшими діями щодо вирішення проблеми можуть бути уніфікація та стандартизація правил та вимог до складання звітності про соціально-економічні показники діяльності підприємств на міжнародному та національному рівнях [148; 178]. Це полегшить задачу для інвесторів щодо правильної інтерпретації наданої підприємствами звітності. З метою вирішення другого блоку проблем, що пояснюють результати досліджень, постає необхідність удосконалення аналітичної бази та надання кількісних оцінок нефінансових показників, що включатимуться в звітність підприємства [155; 183].

Авторами [191] досліджено взаємозв'язок між впровадженням екоефективної стратегії бізнесу та вартістю підприємства на основі моделі Дж. Ольсона. З метою вивчення впливу екологічного фактору (зокрема оприлюднення екологічної інформації) на вартість підприємства вчені розширили модель шляхом використання в ній показника, що характеризує екологічний вплив економічної діяльності підприємства та не залежить від розмірів підприємства. На основі аналізу досвіду 431 компанії було встановлено, що еко-ефективні фірми мають вищі показники ринкової вартості ніж фірми, що здійснюють традиційну діяльність.

Таким чином, проведений аналіз сучасних досліджень особливостей формування ринкової вартості підприємства під дією екологічного чинника, свідчить про: 1) зв'язок між результатами впливу підприємства на навколишнє природне середовище та показниками його вартості; 2) позитивний вплив екоефективних бізнес-стратегій підприємств, незалежно від їх розміру, на ринкову вартість компаній, які їх реалізують, що проявляється у перевищенні їх ринкової вартості порівняно з менш екологічно ефективними підприємствами; 3) чутливість ринкової вартості підприємства

до оприлюднених результатів природоохоронної діяльності, ступінь якої диференціюється за країнами; 4) зниження волатильності ринкової ціни акцій компаній, що реалізують екоефективні бізнес-стратегії.

Як показують дослідження вчених, змінюється розуміння екологічного фактору як фактору додаткового ризику для підприємства – сьогодні він здебільшого розглядається як чинник, що надає додаткові можливості, економічні та фінансові переваги для суб'єктів господарювання при дотриманні ними траєкторії екологічнобезпечного розвитку.

Отже, в умовах посилення ролі та значення екологічного фактору, що диктує сьогодні зовнішнє середовище, перед підприємством постає вибір – дотримання вимог екологічно сталого розвитку в своїй діяльності з відповідними змінами системи управління підприємством або продовження здійснення традиційної діяльності.

Залежно від обраного варіанту на підприємство очікують такі наслідки прояву екологічного фактору:

1. Додаткові підприємницькі ризики як наслідок прояву екологічних ризиків та економічних витрат, в тому числі на компенсацію чи запобігання негативних наслідків від забруднень (в разі здійснення екодеструктивної діяльності підприємством). В цьому випадку екологічний фактор виступає додатковим ризиком для підприємства, оскільки зумовлює додаткові економічні та фінансові витрати, а значить – погіршення показників фінансово-господарської діяльності підприємства.

2. Додаткові економічні переваги у формі зростання економічних та фінансових індикаторів діяльності підприємства, зокрема підвищення рівня довіри з боку інвесторів, кредиторів, збільшення інвестиційної привабливості у разі здійснення екологоорієнтованої діяльності суб'єктами господарювання, зниження вартості позикових та залучених коштів тощо.

Взаємозв'язок екологічного фактору з фінансово-економічними показниками макро- та мікрорівня залежно від обраного варіанту стратегії розвитку нами показано у табл.1.1.

Таблиця 1.1

Взаємозв'язок екологічного фактору та фінансово-економічних показників залежно від форми його прояву на мікро- та макрорівні

<i>Характер дії екологічного фактору</i>	<i>Мікрорівень</i>	<i>Макрорівень</i>
<i>Позитивний вектор дії екологічного фактору</i>	<ul style="list-style-type: none"> - здешевлення випуску продукції (зниження витрат виробництва у зв'язку із впровадженням ресурсозберігаючого обладнання); - підвищення доходів (прибутку) за рахунок зниження витрат на компенсацію чи запобігання негативних наслідків від забруднень); - підвищення конкурентоздатності виробленої продукції; - зростання рівня ділової репутації; - зростання капіталізації, підвищення ринкової вартості підприємства (в т.ч. за рахунок екологічного гудвілу); - зростання інвестиційної привабливості 	<ul style="list-style-type: none"> - збільшення обсягів ВВП; - підвищення продуктивності суспільної праці; - зростання національного доходу; - вихід на міжнародні ринки капіталу (товарів); - розширення мережі збуту продукції; - збільшення обсягів іноземних інвестицій (в т.ч. за рахунок соціально орієнтованих інвестицій).
<i>Негативний вектор дії екологічного фактору</i>	<ul style="list-style-type: none"> - зростання витрат виробництва, зумовлених проведенням природоохоронних заходів; - загострення проблеми реалізації екологічно небезпечних товарів, послуг; - загрози здоров'ю та життю робочих та службовців на підприємстві; - фінансові втрати у зв'язку з відшкодуванням екологічної шкоди для суспільства; - зниження інвестиційної привабливості, конкурентоспроможності товарів, послуг в умовах ігнорування принципів дотримання політики екологічно сталого розвитку 	<ul style="list-style-type: none"> - уповільнення темпів економічного розвитку (виражені динамікою ВВП); - зниження міжнародної конкурентоспроможності окремих галузей національної економіки.

Аналіз впливу екологічного фактору на показники фінансово-економічної діяльності підприємств свідчить про необхідність його

подальшого урахування у системі управління підприємством, в тому числі при формуванні системи фінансового менеджменту. Зважаючи на те, що здійснення фінансового управління на підприємстві передбачає вирішення питань, пов'язаних із формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів, постає необхідність проведення аналізу додаткових грошових потоків на підприємстві у розрізі операційної, інвестиційної та фінансової діяльності в результаті врахування екологічного чиннику впливу (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Додаткові грошові потоки від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства залежно від урахування екологічного фактору у його діяльності

Види діяльності	Елементи грошового потоку, що виникає у разі дотриманням підприємством вимог екологічно сталого розвитку	Елементи грошового потоку, що виникає у разі ігнорування підприємством вимог сталого розвитку
Операційна діяльність	<p><i>Надходження коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - додаткові доходи (пов'язані з додатковим попитом на екологічнобезпечну продукцію, надання послуг; за рахунок економії на сплаті екологічного податку, штрафів та санкцій); - податкові пільги і податкові канікули (за умови їх наявності в законодавчій базі); - зниження суми виплат відсотків за кредит (за рахунок зниження вартості позикових коштів). <p><i>Відтік (виплата) коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - додаткові експлуатаційні витрати (пов'язані з природоохоронними заходами); - додаткові виплати за податками (з додаткових доходів від екологоорієнтованої діяльності). 	<p><i>Надходження коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - економія на операційних витратах, пов'язаних з природоохоронною діяльністю підприємства. <p><i>Відтік (виплата) коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - виплата штрафів, санкцій (через екодеструктивну діяльність підприємства); - сплата екологічного податку; - зниження обсягів реалізації (через зниження конкурентоспроможності виробленої продукції).

Продовження таблиці 1.2

Інвестиційна діяльність	<p><i>Надходження коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - додаткові інвестиційні ресурси від соціально орієнтованих інвесторів; - додаткові фінансові ресурси в результаті реалізації акцій підприємства (завдяки збільшенню ринкової ціни акцій екологоорієнтованого підприємства). <p><i>Відтік (виплата) коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - додаткові капітальні витрати (зокрема інвестування в оновлення технологічного обладнання, будівництво на засадах енерго- та ресурсосбереження). 	<p><i>Надходження коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - економія на інвестуванні в екологоорієнтовану діяльність <p><i>Відтік (виплата) коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - недоотримані потенційні інвестиційні вкладення соціально орієнтованих інвесторів
Фінансова діяльність	<p><i>Надходження коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - залучення додаткових позикових коштів (завдяки підвищенню довіри та інвестиційної привабливості) від інвесторів та комерційних банків; - екологічні субвенції з боку органів державної влади. <p><i>Відтік (виплата) коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - спрямування частини власних та позикових ресурсів у фінансування заходів з екологоорієнтованої діяльності 	<p><i>Надходження коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - доходи за операціями, що фінансуються з коштів, що могли бути спрямовані в екологоорієнтовану діяльність <p><i>Відтік (виплата) коштів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - фінансові втрати, зумовлені появою фінансових ризиків екологічного характеру

Значні обсяги додаткових капіталовкладень, пов'язані з природоохоронною діяльністю підприємства, в основному виправдовують себе у середньо- та довгостроковій перспективі завдяки отриманню підприємством переваг в операційній діяльності та загальному підвищенню інвестиційної привабливості та ринкової капіталізації суб'єкта господарювання. Відтак, необхідною умовою конкурентоздатного, фінансово стійкого та інвестиційно привабливого підприємства у довгостроковій перспективі є узгодження завдань фінансово-економічної діяльності з екологічними умовами та вимогами, що диктуються ринковим середовищем.

Отже, враховуючи визначальний вплив екологічного фактору на фінансово-економічну діяльність підприємств виникає необхідність обґрунтування напряму фінансового менеджменту, найбільш адекватного змінам умов зовнішнього середовища, зокрема зростаючому впливу екологічного фактору.

1.2 Вартісно-орієнтована концепція управління підприємством

Передумовою до визначення найбільш перспективної в контексті врахування екологічного фактору концепції фінансового управління є дослідження та аналіз етапів становлення та розвитку сучасної системи фінансового менеджменту. Так, зародження фінансового менеджменту датується кінцем XIX – початком XX століття. Ю. Брігхем пов'язує виникнення фінансового менеджменту як самостійної наукової дисципліни в США з 90-ми роками XIX століття [10].

Перший етап (1890-1930) характеризувався становленням теоретико-методологічних засад фінансового менеджменту, таких як: вивчення джерел, форм, механізмів залучення капіталу; дослідження форм об'єднання підприємств; розроблення та поступове впровадження основних індикаторів, що характеризують кон'юнктуру фінансового ринку.

Другий етап розвитку фінансового менеджменту (1931-1950 рр.), відбувався на тлі економічного спаду, що став результатом Великої депресії 1930 року та Другої Світової Війни, який і визначив основний вектор фінансової проблематики цього часу. Першочергового значення набуло формування підходів, методів та системи показників оцінки фінансового стану підприємств; визначення шляхів подолання фінансової кризи та здійснення процедури санації на підприємствах. Крім того, відбувається помітний розвиток наукових досліджень у сфері фінансового ринку, зокрема, вивчення та апробація інструментів інвестування, урахування фактору ризику при оцінюванні різних фінансових інструментів тощо.

Третій етап розвитку фінансового менеджменту (1951-1980 рр.), відомий як період розквіту теоретико-методичних основ фінансового менеджменту. Значна увага приділена вивченню питань структури капіталу, зокрема його формуванню, оптимізації та використанню; формуються засади

управління ринковою вартістю підприємств (дивідендна політика); поглиблюється оцінка фінансових інструментів інвестування [4; 10; 39; 50].

Четвертий етап розвитку фінансового менеджменту (з 1980 по теперішній час) відбувався на тлі таких зрушень в економіці:

- посилення ролі глобалізаційних процесів в економіці;
- розвиток вартісних моделей оцінок;
- прискорення темпів науково-технічного прогресу (широке впровадження інноваційної продукції);
- значні коливання кон'юнктури фінансового ринку;
- підвищення ролі корпоративної соціальної відповідальності в бізнесі.

Як показує проведений аналіз етапів розвитку фінансового менеджменту, поступово вартісна концепція управління (VBM) підприємством займає ключові позиції. Так, концепція VBM, починаючи з 1990-х років, поряд з бухгалтерським підходом до фінансового аналізу набирає значного поширення у фінансовому менеджменті. Така тенденція пояснюється значними перевагами VBM порівняно з іншими. По-перше, на відміну від бухгалтерських показників, що будуються на основі фактично здійснюваних операцій, в рамках VBM враховуються додаткові альтернативні можливості реінвестування, що надають інвестору інформацію про рівень ризику при інших варіантах вкладання грошових коштів. По-друге, традиційна система вартісних показників не дозволяє створити ефективну систему мотивації, тоді як вартісно-орієнтоване управління надає можливість формувати механізми довгострокової винагороди працівників на усіх рівнях управління. По-третє, використання VBM-підходу передбачає формування системи показників оцінки оперативної діяльності підрозділів підприємства на різних рівнях ієрархії з відповідним розподілом відповідальності, закріпленням повноважень за менеджерами різного рівня управлінської структури. По-четверте, управління підприємством на основі VBM-підходу дозволяє в рамках широкого набору моделей вартісної оцінки вибрати цільові критерії та методи управління, що найбільше

відповідатимуть умовам, в яких функціонує підприємство, його масштабам та специфіці діяльності [21; 46; 58; 120].

Незважаючи на зазначені безперечні переваги вартісно-орієнтованого підходу до управління, з метою подальшого використання в практиці суб'єктів господарювання постає необхідність аналізу VBM-підходу щодо можливості його використання в сучасних умовах господарювання. В основі такого аналізу лежить дослідження основних протиріч функціонування підприємств у сучасних умовах господарювання. Такі протиріччя, на нашу думку, можна розділити на внутрішні (на рівні корпоративного управління) та зовнішні (обумовлені змінами у системі соціально-економічних відносин під впливом принципів сталого розвитку).

До протиріч корпоративного управління належать: агентська проблема, протиріччя між тактичними та стратегічними цілями діяльності, протиріччя в оцінках вартості.

Широким колом науковців [21; 46; 111] агентська проблема визначається на сьогодні однією з ключових проблем корпоративного управління. Її виникнення зумовлено різновекторною спрямованістю дій власників та менеджерів. Менеджери, на відміну від власників підприємства, зацікавлені в отриманні максимальних доходів та прибутку за мінімальний термін; більш схильні до участі в інвестиційних проектах з високим рівнем ризику та відповідно – дохідністю за короткий термін. Зазначена проблема плавно перетікає у протиріччя між тактичними та стратегічними цілями. Власники підприємства націлені на стратегічне управління вартістю, розробку та впровадження механізмів, інструментів, що забезпечують таке управління. Менеджери орієнтуються на отримання високих переважно короткострокових фінансово-економічних результатів діяльності підприємства.

Крім зазначених, актуальною на сьогодні є проблема в оцінках вартості суб'єкта господарювання, що полягає у наявності відмінностей в оцінюванні вартості самим підприємством та оцінюванням його іншими економічними

суб'єктами, зокрема інвесторами, кредиторами. Причиною такої різниці в оцінках виступає в основному асиметрія інформації про підприємство в результаті надання ним неповної та непрозорої інформації про свою діяльність [97; 143].

Погоджуємося з більшістю економістів-науковців [20; 30; 46; 111; 120; 188], що ефективне вирішення проблем корпоративного управління можливе із використанням вартісно-орієнтованого управління.

Крім проблем на корпоративному рівні перед підприємством на сучасному етапі розвитку системи фінансового менеджменту в умовах зростання ролі інститутів корпоративної соціальної відповідальності постають завдання еколого-економічного характеру, що потребують подальшого вирішення. Узагальнивши дослідження [51; 91; 125; 174], до зовнішніх протиріч, обумовлених змінами у системі соціально-економічних відносин в результаті впливу принципів сталого розвитку, включатимемо наступні: невідповідність між потребами суспільства у використанні природних ресурсів та їх наявних обсягах; невідповідність між ставленням суспільства до природокористування, що проявляється у зміні пріоритетів у напрямі здійснення ощадливого природокористування, та фактичною діяльністю економічних суб'єктів; невідповідність між вартісними та матеріальними потоками; невідповідність темпів відтворення природної та економічної систем [7; 53]. Поступове вирішення таких протиріч, що можливе при дотриманні нових вимог та завдань, продиктованих політикою екологічно сталого розвитку, супроводжується внесенням відповідних коректив до вартісної концепції управління. Так, дотримання підприємствами екологічно сталого розвитку передбачає здійснення трансформаційних змін у принципах та правилах функціонування механізмів та інструментів управління вартістю підприємства.

Необхідно зазначити, що наведені внутрішні та зовнішні протиріччя, в яких функціонує підприємство, є взаємопов'язаними та взаємообумовленими. Так, невідповідність між потребами економічних суб'єктів та наявними

обсягами природних ресурсів тісно пов'язана з протиріччям тактичних та стратегічних цілей. Реалізуючи поточну фінансово-господарську діяльність у поєднанні з ресурсозберігаючими заходами підприємство націлене на стратегічне управління та розвиток, що супроводжуватимуться поступовим підвищенням інвестиційної привабливості підприємства та його фінансово-економічних показників. Розуміння економічним суб'єктом важливої ролі екологічного фактору для забезпечення успішної фінансово-економічної діяльності сприяє поступовому збалансуванню обсягів потреб підприємства з фактичними обсягами наявних природних ресурсів.

Протиріччя в оцінках вартості підприємства різними економічними суб'єктами пов'язана з протиріччям у обсягах вартісних та матеріальних потоків. Так, на сьогодні в економіці спостерігається віртуалізація фінансового сектору, що супроводжується використанням широкого набору фінансових інструментів, зростанням ролі фінансових посередників та одночасно – здійсненням спекулятивних фінансових операцій. Це супроводжується уповільненням темпів виробництва та погіршенням умов функціонування суб'єктів ринку. Спостерігається незбалансованість в обсягах вартісних і матеріальних потоків. Це формує передумови до здійснення необ'єктивної оцінки підприємства, зокрема при проведенні внутрішньої оцінки вартості (безпосередньо підприємством) та ринкової (інвесторами) або за майновим та ринковим методом.

Проведений нами аналіз взаємозв'язку внутрішніх та зовнішніх протиріч дозволяє припустити, що їх вирішення лежить у зоні наближення та взаємодії протиріч, яку умовно визначаємо як область конвергенції та подолання протиріч. Так, на сьогодні передумовами до подолання протиріч слугує формування відповідних механізмів управління, як у зовнішньому середовищі, так і у внутрішньому середовищі підприємств (рис.1.3).



Рис. 1.3. Механізми управління вартістю як засоби подолання протиріч управління підприємствами в умовах екологоорієнтованого розвитку

У зовнішньому середовищі на практиці сьогодні функціонують такі механізми управління підприємствами в умовах екологічно сталого розвитку:

1) Принципи Екватора, що регламентують діяльність комерційних банків при проектному фінансуванні, зокрема щодо визначення і оцінки соціальних та екологічних ризиків [174];

2) Принципи відповідального фінансування ООН, яких дотримуються інституціональні інвестори [125];

3) Кліматичні принципи – для страхових компаній та комерційних банків [91];

4) Стійке управління ефективністю, що на сьогодні є поширеною зарубіжною практикою в рамках концепції виміру досягнень та передбачає зміщення акценту із оцінки збитків від екологоорієнтованої діяльності до оцінювання вартісно-формуєчих вигід такої діяльності [51];

5) Концепція соціальної відповідальності бізнесу, що передбачає інтеграцію соціальних, екологічних аспектів у щоденну практику підприємств на основі їх взаємодії з зацікавленими сторонами на добровільній основі [1].

Практичне впровадження механізмів управління вартістю на машинобудівних підприємствах передбачає врахування умов подолання протиріч їх розвитку, основні з яких будуть розглянуті при аналізі специфіки функціонування вітчизняних машинобудівних підприємств (п.1.3).

Поряд з функціонуючими на практиці механізмами управління підприємствами недостатньо розвиненими є теоретико-методологічні засади впровадження таких механізмів в теорії фінансового управління.

Передумовами до побудови вартісно-орієнтованого управління підприємством в умовах екологоорієнтованого розвитку слугує аналіз переваг та недоліків існуючих підходів до оцінки взаємозв'язку між вартістю підприємства та екологічним чинником (Додаток А). Так, нами виділені наступні підходи:

- 1) індексний підхід на основі зростання попиту СБІ [16];
- 2) підхід на основі акумулювання додаткових грошових потоків [15];
- 3) підхід на основі "екологічної вартості"[70];
- 4) підхід на основі загальної економічної цінності [115].

Розглянемо основні характеристики та специфіку зазначених підходів.

Індексний підхід. Участь підприємств у соціальних фондових індексах, що розробляються сьогодні провідними фондовими біржами та рейтинговими агентствами, дозволяє розширити їх можливості щодо

залучення додаткових інвестицій від соціально орієнтованих інвесторів. Використання індексного підходу характеризується такими перевагами:

- спрощення процесу прийняття інвестиційних рішень. Це пояснюється тим, що індекси виступають найбільш простим способом акумулювання інформації про ринкову вартість компаній;

- нефінансові фондові індекси виконують мотиваційну функцію, про що зазначалося в п.п.1.1.

Крім наведених переваг індексному підходу притаманні суттєві недоліки. Спеціалізовані фондові індекси стійкого розвитку, як і інші індекси, характеризують загальну кон'юнктуру фондового ринку та зазнають впливу багатьох факторів, не пов'язаних з екологічними проблемами і в результаті не відображають об'єктивної ситуації. Крім того, для фондових індексів характерна невисока достовірність оцінки через усереднення початкових даних. Вхідження до індексного пулу вузького кола компаній, в основному – лише крупних та провідних, обмежує використання індексного підходу малими та середніми підприємства [15; 76; 115], частка яких є значною та має тенденції до подальшого зростання в Україні.

Використання індексного підходу доцільне за можливості виходу та функціонування підприємства на міжнародному ринку. Процес залучення додаткових інвестиційних ресурсів в результаті участі підприємства у фондових індексах соціальної відповідальності показано на рис. 1.4.

Так, за умов успішної реалізації екологічної політики, що відповідає міжнародним стандартам, компанія може бути включеною у міжнародні фондові соціальні індекси. Акції цієї компанії автоматично включатимуться в активи інвестиційних індексних фондів, що створюють фінансові продукти на основі соціальних індексів. Соціально орієнтовані інвестори звертаються до індексних фондів та формують свої портфелі цінних паперів, що відповідають за складом структурі того чи іншого індексу. Підвищується попит на акції та разом з ним – курс акції.

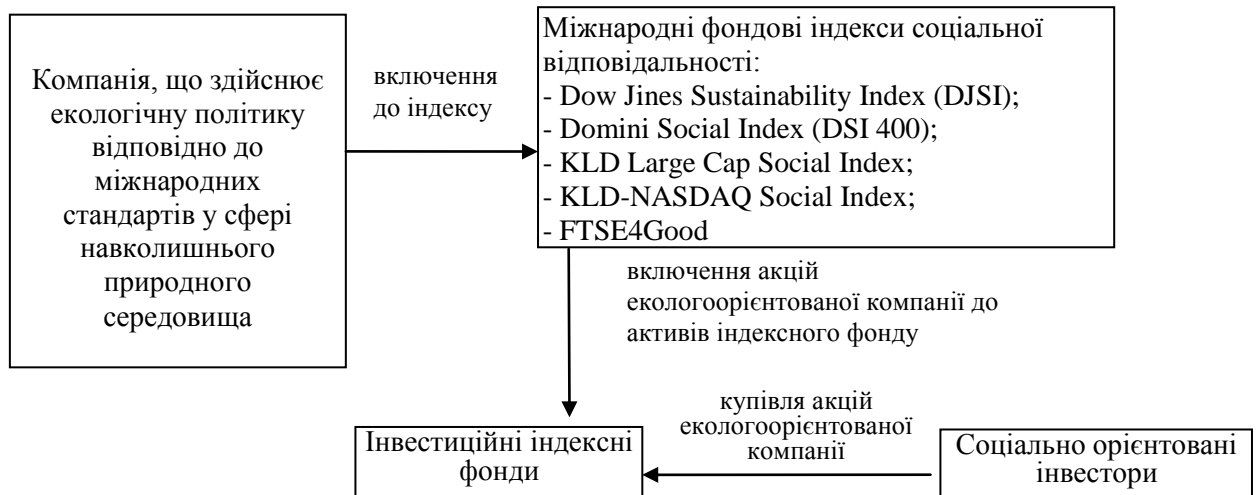


Рис. 1.4. Процес залучення інвестицій від соціально орієнтованих інвесторів в результаті включення підприємства до фондових індексів соціальної відповідальності (складено на основі [15])

Зважаючи на той факт, що переважна кількість вітчизняних підприємств машинобудівної галузі працюють на національному ринку, використання індексного підходу суб'єктами господарювання при оцінці впливу екологічного фактору у вартісному управлінні є наразі неможливим.

Підхід на основі грошових потоків. Зростання ринкової вартості підприємства вчені [15] вбачають в акумулюванні додаткового грошового потоку від реалізації екологоорієнтованої діяльності, що дозволяє враховувати відповідні витрати та доходи. Основними елементами формування грошового потоку від здійснення підприємством екологоорієнтованої діяльності виступають: зниження платежів за забруднення навколишнього середовища, дохід від додатково реалізованої продукції, зміна витрат на паливно-енергетичні ресурси, додаткові надходження від реалізації механізмів Кіотського протоколу, капітальні та експлуатаційні витрати природоохоронного характеру.

Віднесення тих чи інших елементів до надходжень або відтоків грошового потоку від екологоорієнтованої діяльності, на думку вчених, необхідно здійснювати за принципом отримання наступних результатів:

зниження матеріалоемності, енергоємності; підвищення обсягів утилізації шкідливих речовин; зниження обсягів забруднюючих речовин, що надходять в атмосферне повітря, ґрунти, водойми; зменшення місць зберігання відходів; збереження (збільшення) біорізноманіття; розробка біотехнічних технологій; запобігання загибелі тварин та рослин.

Основним обмеженнями у використанні зазначеного підходу є складність у формалізації та виокремленні грошових потоків від реалізації екологоорієнтованої діяльності та необ'єктивність оцінки додаткових надходжень та виплат, що пояснюється недостатньою статистичною інформацією та постпрогнозним характером грошових потоків.

Цікавим підходом до урахування впливу екологічного фактору у вартісному управлінні на основі грошових потоків, на нашу думку, можна вважати дослідження Варфоломєєва Є. [15], який обґрунтовує взаємозв'язок між ринковою капіталізацією компанії та екологічною політикою, здійснюваною підприємством (рис.1.5).



Рис. 1.5. Фактори капіталізації доходів, зумовлені інвестиціями в екологічну політику [15]

В основі підходу – визначення ключової ролі дефіциту природних ресурсів при виборі підприємством моделі подальшого розвитку бізнесу. Обмежені обсяги природних ресурсів у поточній діяльності та загострення їх дефіциту, що очікується в майбутньому, визначають, на думку автора, їх ключову роль в економічних процесах суб'єктів господарювання. Компанії, що прагнуть зайняти передові позиції у своїй галузі та збільшити свою частку на ринку, вимушені обирати інноваційну модель розвитку бізнесу, що передбачає зростання наукоємності виробництва на всіх стадіях життєвого циклу товарів та послуг. Зростання вимог споживачів до якості продукції та рівня її ціни змушують компанії постійно впроваджувати інноваційні технології. Високий технологічний рівень інновацій характеризується зниженням питомої ваги споживання природних ресурсів машинобудівних підприємств, зокрема паливно-енергетичних ресурсів, на всіх стадіях життєвого циклу. Наслідком таких процесів є зменшення негативного впливу на довкілля, що сприймається суб'єктами економічної системи як якісні зміни, які знаходять своє відображення в екологічній звітності компаній. Для соціально орієнтованих інвесторів зростання технологічного рівня виробництва при одночасному зниженні викидів забруднюючих речовин є одним із критеріїв при виборі об'єктів інвестування. На цьому етапі здійснюється первісне зростання ринкової вартості компанії. Зростання вартості відкриває перед підприємством нові можливості щодо залучення додаткового фінансового капіталу, зокрема зростання обсягів кредитних ресурсів банків, зниження процентної ставки, можливість додаткового розміщення облігацій та емісії акцій. Використання додаткового фінансового капіталу дозволяє підприємству збільшити обсяги спожитих природних ресурсів. З появою нових запасів ресурсів ринкова вартість підприємства знову зростає в результаті зростання додаткового майбутнього грошового потоку [16].

Вважаємо, що підхід Варфоломеєва Є. є достатньо суперечливим в контексті практичного використання. Так, дефіцит природних ресурсів, з

одного боку, виступає стимулятором до впровадження підприємством екологічно інноваційної діяльності. З іншого боку, результатом здійснення такої діяльності є розширення фінансово-економічних можливостей підприємства для подальшого використання обмежених природних ресурсів. На нашу думку, екологоорієнтована діяльність суб'єкта господарювання не повинна супроводжуватись зростанням обсягів використання природних ресурсів. Навпаки, фінансово-економічна діяльність підприємства, зокрема його виробничий процес, має здійснюватись на засадах зниження матеріало-, ресурсо- та енергоємності.

Так, в економічній теорії та практиці все більшого поширення набуває концепція дематеріалізації, що передбачає зниження матеріалоємності ресурсних потоків при виробництві продукції за умов збереження її якісних характеристик на всіх стадіях виробництва [150; 181; 208]. На відміну від України, у розвинених країнах світу явище дематеріалізації економічних процесів є досить поширеним. Це зумовлене високим рівнем розвитку економічної системи в цих країнах в цілому та виробництва зокрема. Передумовами до подальшого впровадження принципів дематеріалізації в діяльність вітчизняних підприємств є високі показники ресурсоємності виробленої продукції. Так, за розрахунками вітчизняних фахівців, енергоємність національного ВВП перевищує середньосвітове значення у 14,31 разів, електроенергоємність – у 8,8 разів, водоємність – у 2,83 рази [62]. Отримання одиниці ВВП в Україні супроводжується викидами CO₂, що у 15,25 разів перевищує аналогічний показник у світі. Загальний індекс природоємності ВВП, що розрахований як середнє арифметичне значення чотирьох вищезазначених індексів, перевищує середній у світі більш ніж у 10 разів. Упродовж 1990-2004 років екологоємність ВВП в Україні зросла з 14% до 16,53%, національного доходу – до 17,04% [62]. Проведений аналіз свідчить про високий рівень ресурсоємності вітчизняної виробленої продукції.

Зважаючи на те, що в основі формування та зростання вартості підприємства лежить забезпечення показників його фінансово-економічної, зокрема виробничої діяльності, на високому рівні, концепція дематеріалізації є актуальною та доцільною для подальшого впровадження на вітчизняних підприємствах.

Підхід до формування «екологічної вартості». В основі підходу лежить визначення екологічного менеджменту як однієї з бізнес-одиниць підприємства поряд з такими, як виробництво, фінанси, кадровий потенціал, а екологічної вартості – як фактору вартості підприємства [70]. Основна ідея методу екологічної вартості полягає в тому, що рівень розвитку екологічного менеджменту суб'єкта господарювання визначає подальший характер впливу його діяльності, в тому числі виробничо-господарської, на екологічний імідж. Таке твердження відповідає ідеї стандартів ISO 14000 [170], які через вимоги до екологічного менеджменту підприємств сприяють впровадженню екологізації виробничої діяльності підприємства, що в результаті дозволяє знизити його негативний вплив на довкілля та дозволяє поступово збільшити екологічну репутацію.

Незважаючи на відповідність ідеї екологічної вартості принципам, закладеним в міжнародних стандартах ISO 14000, вважаємо, що практичне використання цього методу супроводжується складнощами формалізації та неоднозначністю таких понять, як: екологічний прибуток, екологічна собівартість, екологічна виручка, екологічні інвестиції та інше.

Підхід на основі загальної економічної цінності (Total Economic Value) [115]. Управління вартістю згідно цього підходу здійснюється на принципах максимізації "суспільного добробуту". В основі підходу лежить оцінка вартості бізнесу, що залежить від обсягу природних ресурсів, які експлуатуються підприємством. Так, із зростанням інтенсивності використання природних ресурсів вартість підприємства збільшуватиметься до досягнення певної межі використання ресурсів (точки оптимуму), після чого експлуатація природних ресурсів наноситиме більшого збитку, ніж

сприятиме формуванню загального добробуту суспільства. Точкою оптимуму може виступати деяка кількість споживачів послуг екосистеми, наприклад кількість рекреантів, яких здатна приймати відповідна природна територія без нанесення збитку для своїх споживчих якостей (показник граничної рекреаційної ємності).

Вважаємо, що обґрунтування залежності вартості бізнесу від фізичних обсягів природних ресурсів є обмеженим та неповним, адже не враховується взаємозв'язок між використовуваними природними ресурсами та показниками фінансово-економічної діяльності підприємства. Крім того, вагомим недоліком цієї концепції є складнощі у розрахунку окремих складових загальної величини економічної цінності: вартість невикористання, непрямая вартість використання, потенційна цінність, адже на практиці складно об'єктивно оцінити корисність того чи іншого природного ресурсу. Такі проблеми в оцінках зумовлені неоднозначністю поняття "загальний добробут", що лежить в основі концепції загальної економічної цінності.

В результаті проведеного аналізу можна зробити такі висновки щодо існуючих підходів до управління вартістю з урахуванням екологічного фактору:

- в основному націлені на оцінку вартості, замість орієнтування на комплексний підхід до управління (на відміну від VBM-підходу);
- супроводжуються складнощами практичного використання на вітчизняних підприємствах (зокрема індексний підхід не може використовуватись підприємствами, що не мають виходу на міжнародні ринки);
- передбачають складнощі формалізації, зокрема не містять конкретної методики та алгоритму розрахунку (метод грошового потоку, метод екологічної вартості).

Отже, в основі подальшого дослідження лежить удосконалення вартісно-орієнтованого підходу до управління в умовах

екологоорієнтованого розвитку підприємств. При цьому формування такого методичного забезпечення вартісної концепції з метою використання на практиці машинобудівними підприємствами необхідно здійснювати з урахуванням специфіки функціонування вітчизняних підприємств.

1.3 Резерви створення вартості машинобудівних підприємств в умовах екологоорієнтованого розвитку

Формування методичного апарату вартісно-орієнтованого управління на підприємствах передбачає врахування специфіки та особливостей функціонування вітчизняних машинобудівних підприємств. Тому з метою визначення основних напрямів діяльності підприємств, націлених на створення додаткової вартості або на пошук резервів її зростання, постає необхідність аналізу сучасних тенденцій розвитку підприємств машинобудування.

Тенденції розвитку світової економіки визначають машинобудівну галузь як провідну галузь в економіці кожної розвиненої країни. Згідно Галузевої програми енергоефективності та енергозбереження на період до 2017 року «саме від машинобудування залежить досягнення інноваційної технічної конкурентоспроможності всіх видів економічної діяльності, міра задоволення цільових споживчих потреб соціуму, загалом національний та міжнародний імідж країни» [23, с.37]. За даними Державної служби статистики України [79] частка продукції машинобудування в загальному обсязі промислової продукції складає всього близько 13% у 2012 році, тоді як на початок 90-х років на машинобудування припадало близько третини промислової продукції. Для порівняння в таких розвинених країнах, як: Японія, США, Німеччина, Великобританія, Італія, Китай цей показник складає близько 40-50%.

На сьогодні машинобудівний комплекс України об'єднує понад 50 підгалузей, серед яких найбільш важливими є: транспортне, тракторне, енергетичне, електротехнічне машинобудування, верстатобудування, машинобудування для металургійної та гірничодобувної промисловості [87]. Рівень розвитку машинобудування визначає не лише побутове споживання населення, а й рівень розвитку решти галузей промисловості. Машинобудівні підприємства забезпечують робочі місця для близько 7% зайнятого в промисловості населення [145].

Незважаючи на провідну роль та значення машинобудівного комплексу для національної економіки, динаміка показників фінансово-господарської діяльності підприємств відзначається непостійним характером. Зокрема спостерігається зниження обсягів реалізованої промислової продукції машинобудівними підприємствами до 2009 року включно та поступове зростання останнім часом (таблиця 1.3).

Таблиця 1.3

Обсяги реалізованої промислової продукції машинобудівного комплексу за 2008-2012 роки [79; 94]

Показник	2008 р.		2009 р.		2010 р.		2011 р.		2012 р.	
	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%
Промисловість, у т. ч.:	917,0	100	806,6	100	1065,9	100	1331,9	100	1400,7	100
Машинобудування	121,8	13,3	47,6	10,9	99,3	9,3	133,5	10	143,5	10,2
Виробництво машин та устаткування	37,3	30,6	14,4	30,3	31,2	2,9	38,5	2,9	38,7	2,7
Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування	25,6	21,0	9,4	19,7	16,2	11,5	17,3	1,3	22,8	1,6
Виробництво транспортних засобів та устаткування	58,9	48,4	23,7	49,8	44,9	4,2	65,9	4,9	74,0	5,3

Експорт продукції України є не диверсифікованим і здійснюється переважно в країни СНД, частка продукції машинобудування в його

структурі складає 15,9% (2012 р), тоді як у розвинених країнах світу - 32-40% [79; 94; 145].

Аналіз фінансових результатів діяльності машинобудівних підприємств свідчить про їх збитковість більше ніж на 1 млн.грн в розрізі загальної промисловості (таблиця 1.4) [79; 94].

Таблиця 1.4

Показники фінансових результатів машинобудівних підприємств у 2012 році [складено на основі (79; 94)]

Показник		Промисловість	Машинобудування	Виробництво машин та устаткування	Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування	Виробництво транспортних засобів та устаткування
Чистий прибуток (збиток), тис. грн.		5542,5	-1089,5	102,6	-190,8	-1001,3
Прибуток	у % до загальної кількості підприємств	59,6	62	61	64,2	56,8
	фінансовий результат, тис. грн.	55180,4	5733,8	2375,3	1432,4	1926,1
Збиток	у % до загальної кількості підприємств	40,4	38	39	35,8	43,2
	фінансовий результат, тис. грн.	49637,9	6823,3	2272,7	1623,2	2927,4

До основних причин такого фінансово-економічного стану машинобудівних підприємств, на нашу думку, слід віднести наступні: недостатні обсяги капіталовкладень у науково-дослідницьку роботу; екстенсивні фактори зростання виробництва; застаріле матеріало- та енергоємне обладнання; неефективна система менеджменту. Крім того, в умовах урахування соціально-економічних факторів розвитку ситуація ускладнюється несформованістю інститутів екологічної та соціальної відповідальності.

На нашу думку, вирішення вищезазначених проблем лежить у площині формування ефективної системи управління підприємствами, що дозволить підвищити фінансові результати діяльності суб'єктів господарювання та надасть можливість забезпечити їх стабільні значення у перспективі. В дослідженні таким напрямом управління визначено вартісно-орієнтований підхід до здійснення фінансово-економічної діяльності.

З метою визначення перспективних напрямів акумулювання додаткової вартості в сучасних умовах господарювання необхідно проаналізувати тенденції щодо акумулювання економічного прибутку підприємствами машинобудівної галузі. Показовим індикатором формування вартості підприємствами є вартісний спред, що визначається як різниця між рентабельністю інвестованого капіталу (ROIC) та середньозваженою вартістю капіталу (WACC). Позитивний спред характеризує здатність підприємствами покривати вартість фінансових ресурсів за рахунок ROIC, показує можливість галузі акумулювати вартість та відповідно забезпечувати фінансові потреби подальшого розвитку. Негативний спред, навпаки, показує "руйнування вартості" підприємствами, тобто неспроможність покриття вартості фінансових ресурсів. Динаміка спреду, що характерна для підприємств машинобудівної галузі в цілому та окремо за її напрямками показана на рис.1.6.



Рис.1.6. Динаміка спреда підприємств машинобудування

З рисунку 1.6. видно різке зниження економічного прибутку за галуззю в 2009 році. Однією з можливих причин такої динаміки є недостатнє фінансове забезпечення в 2009-2010 роках в результаті фінансово-економічної кризи.

Крім того, динаміка середньозваженої вартості капіталу як одного з ключових факторів вартості підприємств характеризується поступовим зростанням в часі (рис.1.7).

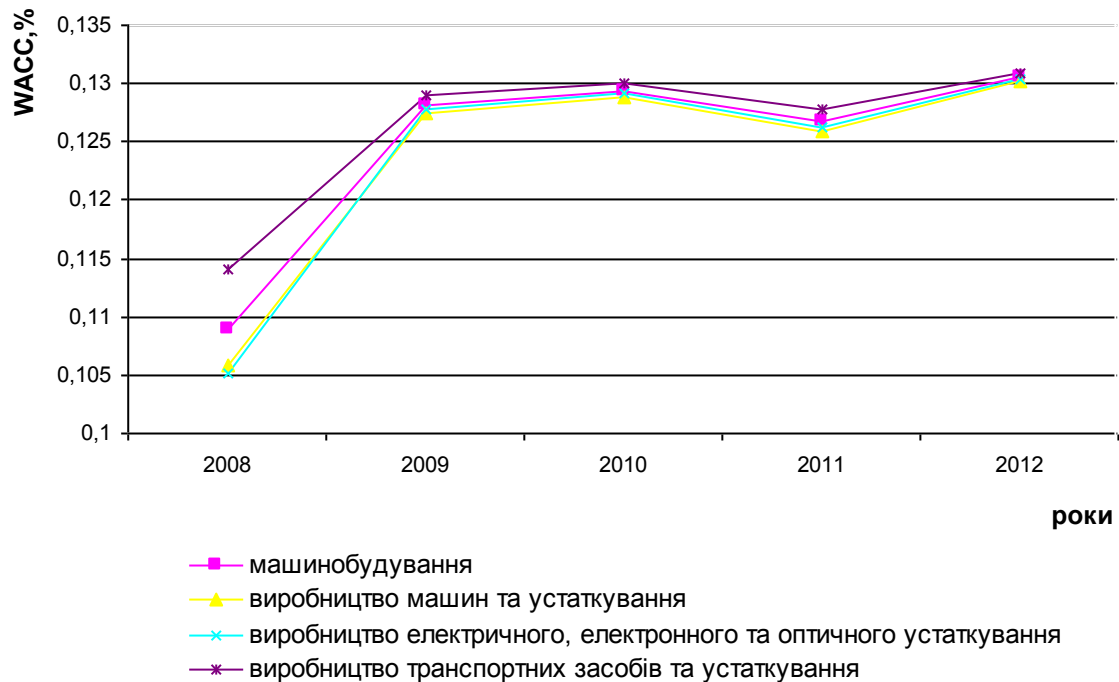


Рис. 1.7. Динаміка середньозваженої вартості капіталу підприємств машинобудівної галузі (побудовано за даними [83; 79; 94])

Одним із напрямів зниження вартості фінансових ресурсів у перспективі може стати врахування менеджментом підприємств при стратегічному управлінні соціально-екологічних факторів, зокрема в контексті корпоративної соціальної відповідальності. Це підвищить довіру до підприємств з боку соціально орієнтованих інвесторів і з часом проявлятиметься у зниженні вартості наданих ними інвестиційних ресурсів, що впливатиме відповідно на зниження середньозваженої вартості капіталу.

Таким чином, негативні тенденції у фінансово-економічних показниках машинобудівної галузі, значні коливання у величині економічного прибутку, що створюється підприємствами, зокрема, непослідовний характер його динаміки формують необхідність пошуку напрямів удосконалення вартісної концепції управління підприємством.

Вважаємо, що перспективним вектором у подальшому розвитку вартісно-орієнтованого управління машинобудівними підприємствами є урахування екологічного чинника впливу (приймаючи до уваги додаткові переваги та ризики в результаті впливу такого фактору на діяльність підприємств, що показані у пп. 1.1) при удосконаленні методичного апарату вартісної концепції.

У контексті визначення фінансовим менеджментом підприємств машинобудування подальших напрямів діяльності в умовах екологоорієнтованого розвитку з орієнтиром на зростання вартості показовими є результати глобального дослідження, що проводилось міжнародною консалтинговою компанією McKinsey [204]. Проведений широкий аналіз діяльності економічних агентів, свідчить, що дотримання принципів сталого розвитку при формуванні стратегічного плану є особливо актуальним, приймаючи до уваги довгостроковий характер прояву їх дії. До зміни вектору функціонування в напрямі екологічно сталого розвитку, на думку експертів агентства McKinsey, більш підготовлені підприємства, для яких пріоритетним завданням є врахування сучасних трансформаційних процесів у фінансовому управлінні підприємством та стратегічна орієнтація на задоволення потреб споживачів, зокрема та інтереси всіх стейкхолдерів в цілому.

За результатами проведеного дослідження акумулювання додаткової вартості підприємства або забезпечення подальшого її зростання в умовах екологоорієнтованої діяльності можливе в трьох напрямках:

- орієнтуванні на зростання;
- ризик-менеджменті підприємства;

- коригуванні ставки віддачі на капітал.

В рамках політики зростання можливі такі шляхи формування додаткової вартості:

1. Періодичне коригування бізнес-портфелю. Періодичний аналіз бізнес-портфелю здійснюється з метою своєчасного врахування переваг та недоліків, зумовлених тенденціями навколишнього як економічного, так і природного середовища (зокрема кліматичними змінами). Так, управління відходами перетворюється у додаткову послугу для підприємств, що передбачає отримання додаткових доходів.

2. Впровадження інновацій. Проведення постійного моніторингу за незадоволеними екологообумовленими потребами споживачів з метою подальшого урахування у своїй діяльності. У результаті з'являються нові інноваційні продукти, що привертають увагу споживачів, збільшують їх кількість та відповідно обсяги продажів підприємства.

3. Вихід на нові ринки збуту. Так, вихід на нові ринки можливий завдяки здійсненню гнучкої цінової політики (наприклад, зниження цін на медичні препарати для малозабезпеченого населення або в країнах, що розвиваються).

Ризик-менеджмент на підприємстві передбачає аналіз спектру ризиків, пов'язаних з операційною діяльністю (ризик збоїв у виробництві через кліматичні зміни, обмеженість ресурсів або невдоволення з боку суспільства тощо), своєчасне їх виявлення та попередження появи.

Коригування віддачі на капітал передбачає активізацію зусиль підприємства в розрізі зниження операційних витрат через вдосконалення менеджменту використання природних ресурсів (зниження енергоємності продукції, управління відходами тощо); при виробництві продукції або модернізації технологічного процесу, що задовольняє стандартам якості згідно вимог сталого розвитку (шляхом зниження витрат, мотивації кадрів та тощо).

Перспективним для подальшого використання вітчизняними підприємствами є проведений компанією McKinsey аналіз щодо потенційних можливостей збільшення вартості в розрізі галузей економіки, систематизовані результати якого подано у таблиці 1.5.

Як показав проведений аналіз, для підприємств машинобудівної галузі, суттєві резерви збільшення вартості формуються при коригуванні бізнес-портфелю, здійсненні ефективного використання природних ресурсів та проведенні політики ефективного ризик-менеджменту.

Таблиця 1.5

Потенційні можливості зростання вартості від дотримання політики сталого розвитку підприємства (складено на основі [204])

№	Напрями отримання додаткової або збільшення фактичної вартості	Енергетика	Видобувна галузь та машинобудування	Високі технології, телекомунікації	Торгівельні підприємства
1	Політика розвитку підприємства	Високі	Середні	Високі	Середні
1.1	Формування бізнес портфелю	Високі	Високі	Високі	Незначні
1.2	Впровадження інновацій та нової продукції	Високі	Середні	Високі	Середні
1.3	Доступ до нових ринків	Середні	Середні	Середні	Середні
2	Коригування віддачі на капітал (зниження витрат)	Середні	Середні	Середні	Високі
2.1	Виробництво та продаж якісної продукції	Середні	Незначні	Середні	Незначні
2.2	Удосконалення вартісного ланцюгу	Середні	Середні	Середні	Високі
2.3	Ефективне використання ресурсів	Середні	Високі	Середні	Високі
3	Ризик менеджмент	Середні	Високі	Середні	Середні
3.1	Державне регулювання	Незначні	Незначні	Незначні	Незначні
3.2	Управління діловою репутацією	Високі	Високі	Високі	Високі
3.3	Операційний ризик менеджмент	Високі	Високі	Середні	Незначні

Враховуючи галузеву специфіку машинобудівних підприємств, вважаємо, що формування бізнес-портфелю, ефективне використання

природних ресурсів та проведення ефективного ризик-менеджменту є взаємопов'язаними, тому формування набору заходів щодо їх забезпечення лежить в одній площині. Так, основною ресурсною базою функціонування машинобудівних підприємств є паливно-енергетичні ресурси (ПЕР). Ефективне використання ПЕР, що супроводжується проведенням заходів у сфері енерго- та ресурсозбереження, сприяє зниженню витрат, зростанню фінансово-економічних результатів діяльності. Потенціал зростання показників енергоефективності за рахунок організаційних та мало витратних енергозберігаючих заходів складає сьогодні 30 % [23]. Основними напрямками енергозбереження машинобудівної галузі є впровадження нових та вдосконалення існуючих технологій та обладнання, скорочення витрат енергоресурсів, підвищення якості продукції, вдосконалення та скорочення витрат сировини та матеріалів, заміщення і вибір найбільш ефективних енергоносіїв тощо [23].

Аналіз обсягів використання паливно-енергетичних ресурсів на підприємствах машинобудування в динаміці характеризує поступове позитивне зниження показника енергоемності валового галузевого продукту (табл.1.6)

Таблиця 1.6

Показники енергоемності валового галузевого продукту
машинобудуванні у 2007–2012 рр. [23]

№ п/п	Показники	Роки					
		2007	2008	2009	2010	2011	2012
1.	Валовий галузевий продукт, млн. грн.	5300	14625	21750	26000	37750	55125
2.	Обсяг споживання ПЕР, тис. т у.п.	2535	4132	2934	2312	3284	4630
3.	Енергоемність валового галузевого продукту, кг у.п./грн.	0,48	0,29	0,14	0,09	0,087	0,084

Менш оптимістичні прогнози показує аналіз кількості промислових підприємств, що впроваджують маловідходні ресурсозберігаючі та безвідходні методи виробництва. Проведений аналіз демонструє негативну динаміку таких показників (рис.1.8).

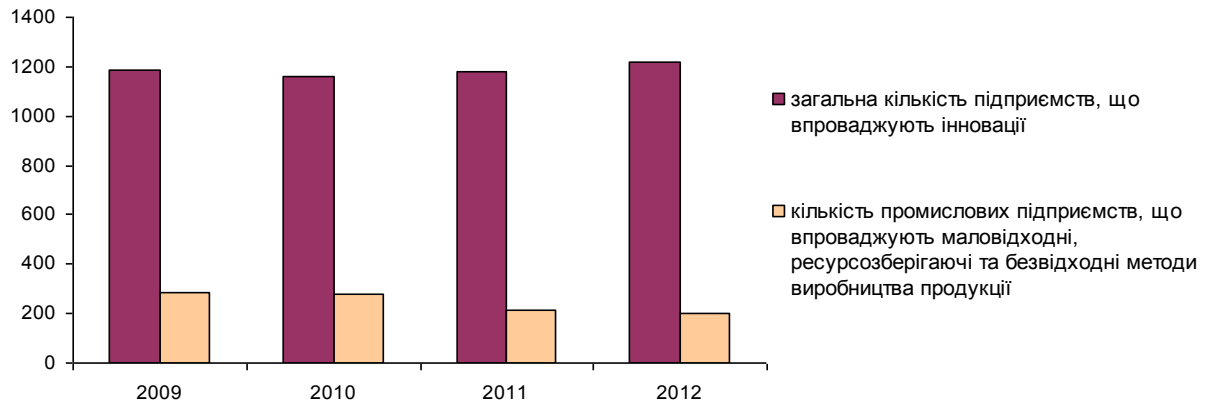


Рис.1.8 Частка промислових підприємств, що впроваджують маловідходні, ресурсозберігаючі та безвідходні методи виробництва продукції в загальній кількості промислових підприємств, що впроваджують інновації (складено на основі [94])

Крім того, впровадження промисловими підприємствами маловідходних ресурсозберігаючих та безвідходних технологічних процесів характеризується непослідовним характером (рис.1.9). Так, поступове зростання кількості таких процесів з 634 у 2009 році до 753 у 2011 році, змінилось різким зниженням ресурсозберігаючих процесів в 2012 році.

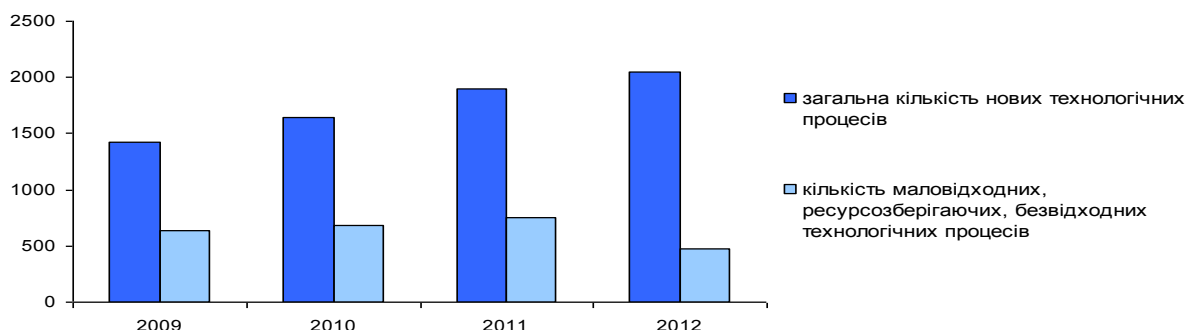


Рис. 1.9. Частка маловідходних ресурсозберігаючих безвідходних технологічних процесів в загальному обсязі впроваджених інновацій на промислових підприємствах (складено на основі [94])

Вважаємо, що однією з основних причин непослідовного впровадження підприємствами інновацій в розрізі маловідходних, ресурсозберігаючих, безвідходних методів обробки та технологічних процесів виступає несформованість інститутів корпоративної соціальної відповідальності (КСВ) в Україні, зокрема в діяльності промислових підприємств.

Проаналізуємо особливості КСВ (або соціальної відповідальності бізнесу – СВБ) для українських машинобудівних підприємств. Так, за ініціативи системи Організації Об'єднаних Націй в Україні було проведено дослідження (у вигляді опитування) щодо впровадження програм СВБ в практику українських підприємств з метою виявлення найбільших стимулів та перешкод, що постають перед фінансовим менеджментом підприємств [1].

Результати опитування щодо розуміння вітчизняними підприємствами сутності СВБ показали, що спостерігається зміщення акцентів у бік внутрішніх соціальних програм компаній, спрямованих на працівників (65,5% підприємств). Менше третини (29,8%) компаній, що приймали участь в опитуванні, назвали реалізацію екологічних проектів як форму соціальної відповідальності. Це свідчить про те, що у своїй більшості компанії не відчувають відповідальність за рішення екологічних проблем.

Три чверті вітчизняних підприємств ("практики") повідомили про здійснення на практиці заходів з СВБ. При цьому за секторами економіки найбільший відсоток "практиків" спостерігається в торгівлі, найменший (51%) - у виробництві промислових товарів.

Діяльність більше половини підприємств (53,3%) регулюється безпосередньо нормами екологічного законодавства, при цьому в галузевому розрізі виробництво промислових товарів (70,5%) знаходиться на другому місці після сільського господарства (78,8%). Як показало опитування, підприємства, діяльність яких регулюється екологічним законодавством, більш відповідальні до навколишнього середовища (перевага регуляторного підходу).

За результатами опитування більше половини підприємств здійснюють екологічні соціально відповідальні заходи. Найчастіше такі заходи передбачають впровадження енергозберігаючих технологій (42,8%). Впровадженням енергозберігаючих технологій найбільше здійснюється підприємствами, що виробляють промислові товари (81,2%).

В контексті звітності з соціальної відповідальності більше ніж 74% компаній, що приймали участь в опитуванні, не оприлюднюють інформацію про соціальні та екологічні показники діяльності ні у вигляді окремого документу, ні як частини загального звіту. Виняток становлять великі компанії з чисельністю понад 500 чоловік. Серед них 78% звітують про здійснювані заходи з соціальної та екологічної відповідальності. Це дозволяє зробити висновок про те, що великий бізнес в Україні є провідником ідей і практик впровадження принципів соціальної відповідальності [1].

Як показують результати проведеного опитування, менеджерами вітчизняних підприємств екологічні проблеми не до кінця усвідомлені як складові СВБ, що пояснює недостатнє розуміння відповідальності за врахування екологічного фактору в своїй діяльності. Крім того, промислові підприємства не належать до "практиків", що реалізують принципи СВБ в своїй діяльності. Впровадження енергозберігаючих технологій, за словами менеджерів промислових підприємств, може мати суб'єктивний характер, що спричинить штучне завищення реального рівня відповідальності. Підтвердженням цього слугує наведений вище аналіз непослідовного здійснення промисловими підприємства ресурсозберігаючих заходів.

Отже, практичне впровадження СВБ на вітчизняних підприємствах можна охарактеризувати наступним чином:

1. Використання СВБ (КСВ) в якості прикриття для свого бізнесу (приклад, коли тютюнова компанія впроваджує екологічний проект з використання вторинного паперу для виробництва цигарок);

2. Використання СВБ як ходу для відволікання уваги від негативних наслідків бізнесу (приклад, коли шкідливе хімічне виробництво

супроводжується КСВ-проектом допомоги дітям, що отруюються цим виробництвом)

3. Використання підприємствами КСВ як інструменту реклами для просування свого бренду, товару чи послуг.

4. Неприйняття підприємствами-виробниками екологічного фактору як фактору отримання додаткових доходів та переваг для підприємства (особливо у довгостроковій перспективі).

Недовіра з боку інвесторів до впровадження КСВ вітчизняними підприємствами позбавляє мотивації для українського бізнесу її здійснювати.

Отже, акумулювання основних резервів зростання вартості для машинобудівних підприємств передбачає узгодження вартісної концепції з КСВ бізнесу. Так, конкурентоспроможність товарів промислового призначення на національному та світових ринках визначається на сьогодні екологічними параметрами технологій виробництва. Врахування екологічного фактору при вартісному управлінні дозволить сформувати такі механізми управління, що відповідатимуть новим вимогам та задачам в контексті концепції екологічно сталого розвитку та забезпечать зростання ефективності діяльності підприємств.

Висновки до розділу 1

1. Дотримання підприємством сучасних вимог господарювання формує передумови до зростання його потенціалу, покращення фінансово-економічних показників та забезпечення в цілому фінансової стійкості та інвестиційної привабливості. В умовах поширення та поступового домінування парадигми сталого розвитку, визначну роль у здійсненні фінансового-господарської діяльності підприємств займає екологічний чинник. Під екологічним чинником в роботі розуміємо комплекс зовнішніх умов та процесів, що є наслідком впровадження принципів екологічно

сталого розвитку у всі сфери соціально-економічних відносин, та вплив яких на підприємство відображається у зміні фінансово-економічних показників його діяльності.

2. Проаналізовано додаткові вигоди та ризики, якими супроводжується вплив екологічного чинника на показники фінансово-економічної діяльності підприємств. У формі додаткових ризиків виступають підприємницькі ризики як наслідок прояву екологічних ризиків та економічних витрат, в тому числі на компенсацію чи запобігання негативних наслідків від забруднень (в разі здійснення екодеструктивної діяльності підприємством). Додаткові економічні переваги проявляються у формі зростання економічних та фінансових індикаторів діяльності підприємства, зокрема підвищення рівня довіри з боку інвесторів, кредиторів, збільшення інвестиційної привабливості у разі здійснення екологоорієнтованої діяльності суб'єктами господарювання, зниження вартості позикових та залучених коштів тощо.

3. Визначний вплив екологічного чинника на фінансово-економічну діяльність підприємств зумовив необхідність обґрунтування напряму фінансового менеджменту, найбільш адекватного змінам умов зовнішнього середовища. З урахуванням проведеного аналізу етапів розвитку фінансового менеджменту ключовим напрямом фінансового менеджменту визначено вартісну концепцію управління (Value Based Management). Основними переваги VBM-підходу визначено наступні: врахування додаткових альтернативних можливостей реінвестування; забезпечення механізмів довгострокової винагороди працівників на усіх рівнях управління; формування системи показників оцінки оперативної діяльності підрозділів підприємства на різних рівнях ієрархії з відповідним розподілом відповідальності; широкий набір моделей вартісної оцінки при виборі цільових критеріїв та методів управління.

4. З метою використання VBM-підходу в практиці суб'єктів господарювання проаналізовано основні протиріччя функціонування суб'єктів господарювання в умовах екологічно сталого розвитку.

Передумовою до подолання таких протиріч визначено формування механізмів управління у зовнішньому та внутрішньому середовищі. До механізмів управління в зовнішньому середовищі в роботі включено: Принципи Екватора, Принципи відповідального фінансування, Кліматичні принципи, Стійке управління ефективністю діяльності. Механізми управління підприємством запропоновано будувати на основі концепції вартісно-орієнтованого підходу до управління, узгодженого з концепцією соціальної відповідальності бізнесу.

5. З метою удосконалення механізмів вартісного управління підприємством проведено аналіз переваг та недоліків існуючих підходів до оцінки взаємозв'язку між вартістю підприємства та екологічним чинником. В результаті аналізу зроблені наступні висновки: підходи націлені в основному на оцінку вартості, замість орієнтування на комплексний підхід до управління (на відміну від VBM-підходу); супроводжуються складнощами практичного використання на вітчизняних підприємствах; передбачають складнощі формалізації, зокрема не містять конкретної методики та алгоритму розрахунку.

6. В основі удосконалення вартісно-орієнтованого підходу до управління в умовах екологоорієнтованого розвитку підприємств лежить урахуванням специфіки функціонування вітчизняних підприємств. Основними резервами зростання вартості машинобудівних підприємств в умовах екологоорієнтованого розвитку визначено коригування бізнес-портфелю, ефективне використання природних ресурсів та проведення політики ефективного ризик-менеджменту. В контексті акумулювання резервів зростання вартості для машинобудівних підприємств передбачено узгодження вартісної концепції з КСВ бізнесу.

Основні положення цього розділу були опубліковані автором у працях [127; 130; 131; 133; 138; 141].

РОЗДІЛ 2

УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ НА ОСНОВІ ВАРТІСНОГО РОЗРИВУ

2.1 Фактори вартості фінансово-економічного та екологічного характеру

Ключовою складовою управління вартістю підприємства є управління її факторами. Це пояснюється, по-перше, тим, що аналіз вартісних факторів (драйверів вартості) дозволяє визначити основні напрями її акумулювання та резерви зростання, по-друге, розкладання вартості на фактори дозволяє сформулювати чітку пріоритетність цілей підприємства на всіх ієрархічних рівнях менеджменту та сформулювати ефективну систему мотивації – об'єднати керівників підрозділів та персонал у їх досягненні.

Враховуючи зростаючий вплив екологічного фактора на фінансово-економічні показники діяльності підприємства в цілому та на його вартість зокрема, основою удосконалення теретико-методичного забезпечення вартісного управління в умовах екологоорієнтованого розвитку має стати аналіз факторів вартості та ключових показників ефективності (КПЕ), що слугують їх кількісним виміром. Чітка класифікація факторів вартості дозволить виявити ті, які мають найбільш суттєвий вплив на динаміку вартості підприємства.

Під факторами вартості традиційно розуміють параметри діяльності підприємства, що впливають на зміну його вартості [14; 20; 46; 188].

З метою систематизації та класифікації факторів вартості екологічного характеру, виявлення їх зв'язку із фінансовими факторами, проаналізуємо існуючі підходи до розуміння факторів, що визначають вартість підприємства.

Найбільш поширений перелік факторів вартості, запропонований Раппопортом А.: темпи зростання продажів, операційна маржа, податкова ставка, інвестиції у робочий капітал, інвестиції у необоротні активи, прогнозований період та вартість капіталу. Вартість при цьому визначається як сума приведеної (поточної) вартості операційних грошових потоків в межах прогнозного періоду, приведеної вартості операційних грошових потоків в постпрогнозний період та поточної вартості ринкових цінних паперів та інших неопераційних (в тому числі фінансових) інвестицій [188]. Арнольд Г. особливу увагу зосереджує на спреді продуктивності (рентабельності). Автор об'єднує потреби в оборотних та необоротних активах в загальні потреби активів; об'єднує вплив обсягів продажів, операційного прибутку та податкової ставки у фактичну ставку рентабельності; в якості вартості капіталу в моделі приймається необхідна ставка рентабельності, що показує плату за залучення різних джерел фінансування [149]. Таким чином, за Арнольдом Г. фактори вартості представлені у вигляді чотирьох складових: інвестованого капіталу, фактичної ставки та необхідної ставки рентабельності, періоду планування. Вартість створюватиметься, якщо фактична ставка перевищуватиме необхідну, та руйнуватиметься – у протилежному випадку.

Аналіз робіт Бурлацького А. [12] виявив поділ внутрішніх факторів вартості на 2 групи: фундаментальні та фактори корпоративного управління. Фундаментальні фактори доповнюють сукупність факторів за Раппопортом А. та Арнольдом Г. та класифікуються в розрізі трьох видів діяльності: фінансової, інвестиційної та операційної [12; 98]:

- фактори операційної ефективності (обсяг продажів, ціна, продуктивність, обсяг витрат);
- фактори інвестиційної ефективності (обсяги інвестицій в активи, бренд, виробництво);
- фактори фінансової ефективності (податкова ставка, ставка за кредитами).

Серед факторів вартості широким колом учених [12; 28; 47; 49; 56; 57; 109; 116] на сьогодні поряд з фундаментальними виокремлюються нефінансові фактори впливу на вартість підприємства. Так, відомий американський бізнесмен Джек Уелч, в подальшому голова та виконавчий директор американської багатогалузевої корпорації "General Electric", відмічаючи основні складові успішного бізнесу, надав перевагу нематеріальним факторам вартості (задоволення клієнтів та працівників компанії) порівняно з матеріальним фактором – грошовим потоком [28].

На думку Казанцевої С. [49] фінансові фактори показують результати діяльності підприємства, але не розкривають шляхи їх досягнення. Ці фактори використовуються при здійсненні порівняння показників із середньогалузевими значеннями або із значеннями аналогічних підприємств. Нефінансові фактори слугують певною основою для розрахунку фінансових показників, мають довгостроковий характер впливу, так як результат їх дії проявляється по завершенню певного проміжку часу.

Схожої думки дотримується Івашковська І. [46]. Фінансовий контур вартості підприємства автор доповнює нефінансовим, що надає можливості створення гармонічної компанії. Гармонічна компанія, на думку вченої, передбачає узгодження інтересів фінансових та нефінансових стейкхолдерів, що формуються в розрізі взаємодії трьох видів капіталу: фінансового, інтелектуального та соціального та за умов узгодження коротко- та довгострокових горизонтів їх реалізації. Повністю погоджуємося з автором в тому, що стейкхолдерські зв'язки створюють додатковий механізм накопичення інтелектуального, соціального капіталів та розглядаються як фактор створення вартості більш високого порядку, що здійснює значний вплив на вибір стратегічних альтернатив та ефективність виконання її корпоративної стратегії.

Отже, дослідження свідчать, що нефінансові фактори вартості, зокрема фактори соціально-екологічного характеру, поступово займають визначні позиції в загальному наборі вартісних факторів.

В результаті проведеного аналізу нами систематизовано загальний набір факторів вартості, що використовуються у вартісному управлінні підприємствами (рис.2.1).

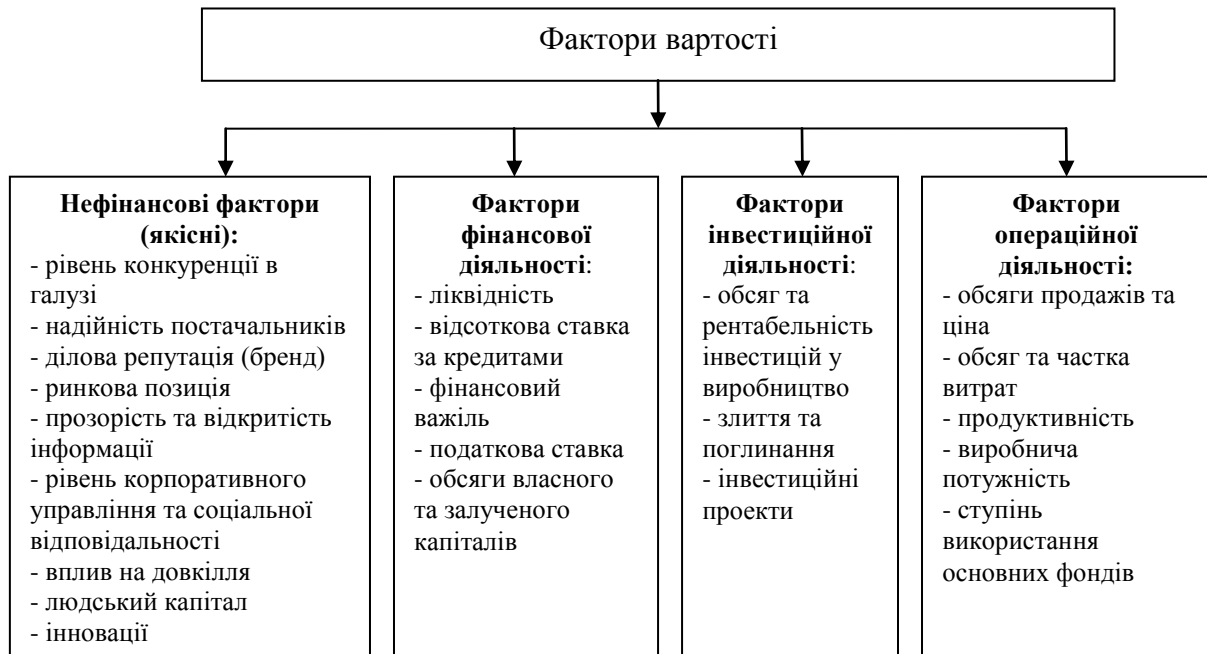


Рис. 2.1. Систематизація факторів вартості підприємства (складено на основі [12; 28; 47; 49; 56; 57; 109; 116])

Дослідження екологічного фактору як одного з ключових факторів зовнішнього середовища, що впливає на фінансово-господарську діяльність підприємств, потребує визначення ролі та значення факторів вартості екологічного характеру у формуванні та підвищенні вартості підприємства.

З метою чіткого розмежування факторів у механізмах вартісного управління та подальшого урахування і оцінки їх впливу на динаміку вартості ми пропонуємо виокремлювати фактори вартості фінансово-економічного характеру та фактори екологічного характеру. Під факторами вартості фінансово-економічного характеру ми будемо розуміти характеристики фінансової, операційної, інвестиційної діяльності підприємства, що виражаються відповідними КПЕ (наприклад, виручка, рентабельність, грошовий потік).

Під факторами вартості екологічного характеру будемо розуміти характеристики діяльності підприємства, що відображаються у впливі на довкілля, та характеристики зовнішнього середовища, зумовлені екологічними трансформаціями, що впливають на зміну вартості підприємства опосередковано через взаємодію з факторами вартості фінансово-економічного характеру.

На нашу думку, характерними ознаками факторів вартості екологічного характеру є:

1) міжрівнева форма дії – як фактори зовнішнього впливу (на національному рівні в розрізі соціально- та екологоорієнтованої політики) та як внутрішній фактор дії – безпосередні результати впливу підприємства на довкілля, рівень його соціальної відповідальності.

Поширення принципів сталого розвитку формує передумови до здійснення трансформаційних змін в діяльності суб'єктів господарювання в напрямі врахування впливу екологічного фактору у своїй діяльності. З урахуванням того, що конкуренція в галузі (в тому числі у машинобудівній), визначається сьогодні не лише фінансово-економічними показниками (обсяги продажів, рівень інвестування, виробнича потужність), а й якісними соціально-екологічними характеристиками (екологічність продукції, рівень корпоративної соціальної відповідальності, прозорість звітності про соціально-екологічні показники діяльності), підприємства поступово зміщують вектор розвитку в екологоорієнтованому напрямі.

2) стратегічна спрямованість дії. Ця характеристика відображає орієнтованість на довгострокову перспективу, зокрема отримання підприємством ефектів (вигід чи загроз) в основному в довгостроковій перспективі;

3) взаємозв'язок та взаємозалежність з фінансово-економічними показниками вартості.

Остання характеристика є ключовою з точки зору формалізації впливу факторів екологічного характеру на вартість підприємства.

Посилення дії фінансово-економічних факторів вартості нефінансовими може проявлятися як у позитивному впливі (у випадку урахування екологічних ризиків, своєчасному виявленні додаткових резервів зростання вартості тощо), так і в негативному впливі (відсутність коригування стратегії розвитку відповідно до екологічних ризиків та трансформації).

З метою урахування факторів екологічного характеру в управлінні підприємством, формалізації їх впливу на вартість, пропонуємо класифікувати ці фактори за такими ознаками:

1) за відношенням до підприємства:

- зовнішні: зміни клімату, дефіцит природних ресурсів (в т.ч. невідновлюваних), інтереси зовнішніх стейкхолдерів (постачальників, споживачів), екологічний чинник конкурентоспроможності в галузі;

- внутрішні: прозорість та відкритість інформації про екологічні показники та екологічну ефективність діяльності підприємства, рівень соціальної корпоративної відповідальності, природоохоронні, ресурсозберігаючі заходи (інвестиційні проекти), екологічні характеристики виробленої продукції (екологічне маркування), екологічні інновації, екологічна експертиза, екологічний контроль та аудит;

2) за можливістю управління факторами (за керованістю факторами):

- керовані – фактори, на які підприємство може здійснювати вплив – нівелювати їх дії, використовувати її як конкурентну перевагу тощо (прозорість та відкритість інформації про екологічні показники та екологічну ефективність діяльності підприємства, ресурсозберігаючі заходи, екологічна сертифікація продукції тощо);

- некеровані – фактори, на які підприємство не може впливати, а лише враховувати їх вплив в процесі прийняття рішень (ризиків, зумовлені змінами клімату, залежність від природні ресурси, тощо);

3) за характером прояву у часі:

- фактори поточного впливу – фактори, вплив яких є відчутним у короткостроковому періоді, причому, цей вплив може бути оцінений на економічному горизонті управління вартістю через зростання грошових потоків, зростання рентабельності інвестованого капіталу тощо;

- фактори відтермінованої дії – фактори, вплив яких спостерігається не відразу, а через певний проміжок часу – за межами економічного горизонту управління вартістю, і які можуть бути оцінені лише з певною часткою ймовірності (зміни екологічних стандартів, регулятивних меж екологічної політики, зміни у принципах роботи фінансового сектора тощо);

4) за переважним проявом впливу:

- фактори, вплив яких проявляється переважно через зміну показників операційної діяльності, як правило це фактори поточного впливу, дія яких пов'язана з реалізацією підприємством певних еколого-орієнтованих заходів;

- фактори, вплив яких проявляється переважно через зміну показників інвестиційної діяльності (інтереси зовнішніх стейкхолдерів, зокрема інвесторів (в.т.ч. страхових компаній, пенсійних фондів));

- фактори, вплив яких проявляється переважно через зміну показників фінансової діяльності (прозорість та відкритість інформації про екологічні показники та екологічну ефективність діяльності підприємства; екологічна експертиза та аудит тощо);

5) за рівнем релевантності:

- релевантні;

- нерелевантні для підприємства певної галузі чи виду діяльності.

Зупинимось більш детально на факторах вартості, виділених за ознакою релевантності. За тлумачним словником "релевантний" означає важливий, суттєвий [17]. Виходячи з цього будемо розуміти під релевантними факторами вартості ключові фактори, що визначають величину вартості та впливають на її зміну, виділення яких серед широкого набору факторів вартості дозволить підвищити ефективність управління.

За [54] виділення ключових факторів вартості передбачає дотримання таких принципів:

- доведення факторів вартості до всіх рівнів підприємства, що дозволяє досягти єдиної мети, завдань для всіх працівників, керівників, менеджменту підприємства;

- вираження факторів через фінансові і нефінансові індикатори (зокрема операційні) з метою визначення за допомогою останніх поведінки підприємства в поточній діяльності та прогнозування на майбутнє.

- здатність факторів впливати на вартість підприємства як у поточній, так і довгостроковій перспективі.

Доцільність дотримання зазначених принципів відбору ключових факторів вартості при її управлінні з урахуванням екологічного фактору пояснюється декількома причинами. По-перше, доведення факторів до всіх ієрархічних рівнів підприємства сприятиме більш ефективній їх деталізації та забезпеченню високої ефективності впровадження. По-друге, фактори вартості можуть бути представлені як факторами фінансово-економічного характеру (фактори вартості операційної, інвестиційної, фінансової діяльності), так і факторами вартості екологічного характеру (рівень корпоративної соціальної відповідальності, інтереси стейкхолдерів). По-третє, результати від впровадження екологоорієнтованих заходів проявляються як у короткостроковій (зниження операційних витрат в результаті реалізації заходів з ресурсозбереження), так і в довгостроковій перспективі (підвищення інвестиційної привабливості, конкурентоспроможності), що знаходить відображення у показниках, які характеризують поточну та довгострокову діяльність підприємства.

Найбільш поширеними методиками, що використовуються для вибору ключових факторів вартості є:

- 1) вибір факторів за характеристиками: чутливістю, мінливістю, керованістю (здійснюється за допомогою економетричних моделей);

- 2) вибір факторів на основі оцінки еластичності вартості до їх зміни.

Згідно першого методу відбір ключових факторів вартості на основі їх оцінки за такими характеристиками, як: чутливість, мінливість та керованість передбачає розкладання функції вартості в ряд Тейлора [38]. Вартість підприємства оцінюється вченим за методом грошових потоків.

Ступінь нарощення (приріст) вартості відносно приросту фактору автор називає чутливістю вартості до фактору.

Під мінливістю факторів розуміють зміну їх значень під впливом умов зовнішнього середовища, що в подальшому відображається на розмірі вартості. Так, у практиці оцінювання подібні непередбачувані зміни враховуються шляхом збільшення ставки дисконтування, однак, на думку Єгерєва І.А., таке збільшення непоказове і мало сприяє прийняттю обґрунтованих управлінських рішень.

Термін керованості показує здатність менеджменту впливати на величину факторів. Так, малоефективним з боку підприємства буде управління факторами з високою чутливістю вартості, однак низьким рівнем керованості. Та навпаки, – якщо вартість підприємства є чутливою до фактору, що має високий рівень мінливості, доцільним буде докладання зусиль щодо його управління менеджментом підприємства.

Визначення ключових факторів вартості за методом оцінки її еластичності до зміни величини факторів здійснюється в декілька етапів [98]. Спочатку розраховується коефіцієнт чутливості, потім обсяг резерву зміни вартості (потенціал покращення – зростання вартості) шляхом множення коефіцієнту чутливості на прогнозований потенціал покращення показника. Як показує проведене дослідження [98], при оцінці вартості підприємства за методом економічної доданої вартості (EVA) у розрізі операційної (за індикатором NOPAT), інвестиційної (індикатор RONA) та фінансової діяльності (індикатор WACC), вартість підприємства найбільш чутлива до факторів операційної діяльності – ціни (10.3%) та витрат на сировину і матеріали (5.4%). Показник потенціалу зростання вартості найбільший при зміні факторів інвестиційної діяльності: об'єму інвестицій у бренд (100%),

віддачі від інвестицій у бренд (50%), – та факторів фінансової діяльності: фінансового важелю (50%), кредитної ставки (50%). За характеристикою мінливості вартість підприємства найбільш чутлива до факторів операційної діяльності – сировини та матеріалів (15%), ціни (10%) та обсягу продажів (10%).

Перший метод визначення ключових факторів вартості, що базується на використанні економетричних моделей, автоматизованих систем, на нашу думку, є достатньо складним та громіздким для подальшого використання менеджерами підприємства.

Другий метод є більш доступним, швидким, простим у використанні. Однак, на нашу думку, не дає можливості прослідкувати горизонтальний взаємозв'язок та взаємовплив факторів вартості один на іншого та у підсумку – на вартість. Тому такий метод визначення ключових факторів вартості потребує подальшого удосконалення. Вважаємо, що використання методу еластичності в цілях нашого дослідження – управління вартістю в умовах екологоорієнтованого розвитку – можливе за умови попереднього визначення взаємозв'язку між факторами вартості фінансово-економічного характеру та факторами вартості екологічного характеру.

Зважаючи на те, що взаємозв'язок та взаємозалежність факторів вартості є ключовою характеристикою в контексті виявлення впливу факторів екологічного характеру на вартість підприємства, актуальною є визначення характеру такого взаємозв'язку. Вважаємо, що взаємодія факторів вартості найкраще прослідковується через імпульси, що надходять від одних до інших факторів вартості (рис. 2.2.):

1) імпульси надходять від факторів вартості екологічного характеру до факторів вартості фінансово-економічного характеру через:

- мотивацію до врахування екологічного чинника;
- визначення характеру зміни факторів вартості фінансово-економічного характеру.

2) імпульси надходять від факторів вартості фінансово-економічного характеру до факторів вартості екологічного характеру через:

- розширення можливостей до врахування екологічного чинника;
- додаткове фінансове забезпечення.



Рис. 2.2. Взаємодія факторів вартості

Проаналізуємо наведені напрями взаємодії факторів вартості.

Мотивація до врахування екологічного чинника. Вплив екологічного чинника на вартість підприємства як одного з чинників сучасного зовнішнього економічного середовища проявляється через визначені нами фактори вартості екологічного характеру. Так, і додаткові вигоди, що з'являються у підприємства при дотриманні ним екологоорієнтованої діяльності (розглянуті в роботі в пп. 1.1), проявляються через зміни у факторах вартості фінансово-економічного характеру. Такі ефекти слугують підґрунтям до мотивації врахування фінансовим менеджментом підприємства факторів екологічного характеру при управлінні факторами фінансово-економічного характеру. Більш детально додаткові ефекти, їх прояв через взаємодію факторів вартості екологічного та фінансово-економічного характеру будуть розглянуті нижче.

Визначення напряму зміни факторів фінансово-економічного характеру є обов'язковим, адже різні заходи, реалізовані підприємством мають різний ступінь впливу на зміну окремих показників діяльності. Так, реалізація ресурсозберігаючих проектів сприяє зростанню обсягів інвестицій у виробничо-господарську діяльність, зниженню витрат (в результаті зменшення матеріалоємності, ресурсоємності), проте може меншою мірою впливати на зміну обсягів продажів та виручки (завдяки зростанню якісних характеристик виробленої продукції тощо). У той час як проведення екологічно орієнтованої рекламної кампанії може мати переважний вплив саме на показники продажів. Все це у комплексі дозволяє ідентифікувати зони виникнення резервів зростання вартості.

Реакцією на імпульси факторів вартості екологічного характеру є зустрічні імпульси від факторів вартості фінансово-економічного характеру.

Трансформація екологічного чинника в екологічний вектор діяльності підприємства. Так, системне впровадження високих соціальних та екологічних стандартів у діяльність підприємства дозволяє з часом підвищити якість виробленої продукції, наданих послуг, збільшити обсяги продажів та виручки. В стратегічній перспективі підприємство має можливість покращити ділову репутацію, а, отже, підвищити інвестиційну привабливість та конкурентоспроможність, що у підсумку може проявлятися у досягненні стабільних темпів зростання вартості.

Додаткове фінансове забезпечення, що є наслідком попереднього імпульсу, можна розглядати як позитивний результат зменшення ризиків, а отже, за інших рівних умов, здешевлення фінансових ресурсів через оцінку потенційними кредиторами підприємства, що демонструє високий рівень соціальної та екологічної відповідальності.

З урахуванням проаналізованого взаємозв'язку між факторами вартості екологічного та фінансово-економічного характеру, а також з урахуванням специфіки машинобудівних підприємств (зазначеної нами в п.п.1.3) до релевантних факторів вартості екологічного характеру, на нашу думку,

належать: формування еко-орієнтованого бізнес-портфелю, підвищення екологічних характеристик (якості) виробленої продукції, модернізація технологічного процесу; зниження операційних ризиків. Саме такий перелік є на нашу думку потенційно керованим. Його розширення не забезпечить суттєвого підвищення результатів, проте ускладнить процедури ідентифікації та оцінювання. Інші фактори вартості екологічного характеру на даному етапі доцільно розглядати як нерелевантні.

В ході аналізу імпульсів (напрямів взаємодії) між факторами вартості нами було зазначено про можливість виявлення додаткових ефектів, зумовлених дією факторів вартості екологічного характеру. Подальше дослідження таких додаткових ефектів у взаємозв'язку із факторами вартості дозволить підвищити ефективність управління вартістю.

Передумовою аналізу ефектів є необхідність визначення фінансового інструментарію екологічного регулювання фінансово-господарської діяльності підприємств, використання якого на підприємстві мотивує його до реалізації екологоорієнтованої діяльності.

Так, на сьогодні в економічній літературі [25; 40; 65] виділяють широкий набір еколого-економічних інструментів регулювання. В контексті дисертаційного дослідження доцільно їх визначати за впливом на поведінку товаровиробників, оскільки залежно від обраного підприємством варіанту стратегії розвитку (за ступенем присутності екологічної складової) використовується відповідний набір фінансового інструментарію екологічного регулювання. Інструменти за таким критерієм представлені трьома групами: стимулюючі, регулюючі, адміністративні (Додаток Б).

Так, за умов екологоорієнтованого вектору розвитку, на нашу думку, доцільно використовувати стимулюючі інструменти впливу, до яких належать: екологічні субсидії, податкові пільги, природоохоронні державні інвестиції, облігаційне фінансування та інші.

Використання стимулюючих інструментів екологічного регулювання має довгостроковий характер, що дозволяє враховувати їх вплив при розробленні середньо- та довгострокового сценаріїв розвитку підприємства. Це мотивує виробників до завчасної та планомірної модернізації виробничого процесу шляхом інвестування власних або залучених коштів у природоохоронні проекти.

Використання стимулюючих інструментів, зокрема у виробничій діяльності, дозволяє підвищити фінансові результати шляхом екологізації основних фондів (оновлення діючого обладнання новітніми ресурсозберігаючими технологіями); екологізації оборотних фондів (зниження матеріалоемності продукції, що виробляється). Це сприятиме зменшенню як виробничих, так і невиробничих витрат, зокрема через зменшення еко-платежів і штрафів за забруднення.

В умовах ігнорування суб'єктами господарювання екологічних вимог та умов, відсутності впровадження елементів соціальної відповідальності доцільно використовувати регулюючі та адміністративні інструменти. Для регулюючих інструментів характерний поміркований характер дії, що сприяє здійсненню контролю за використанням природних ресурсів відповідно до норм екологічного законодавства та передбачає отримання ряду позитивних результатів як для суспільства, так і в економічній діяльності виробника, зокрема: збереження достатнього рівня прибутковості і економічного зростання; компенсація суспільству екологічних екстерналій.

Вплив на поведінку суб'єкта господарювання через адміністративні інструменти, що здійснюється безпосередньо з боку державних структур, має досить суперечливий характер. Так, впровадження економічних санкцій вже до діючого підприємця-забруднювача призводить до зниження ефективності виробничої діяльності, підвищення терміну окупності інвестицій у дане виробництво, уповільнення темпів економічного зростання. Крім того, спостерігається тенденція нерационального і неефективного використання

державними структурами фінансових ресурсів, акумульованих від впровадження екологічних санкцій і платежів.

Таким чином, залежно від стратегії розвитку підприємства формується відповідний набір фінансового інструментарію, використання якого поряд з діями суб'єкта господарювання в умовах екологоорієнтованої діяльності, створює можливість для формування додаткових ефектів від дотримання підприємством екологоорієнтованої діяльності.

Виявлення можливості отримання таких ефектів є важливим стратегічним завданням вартісного управління, для реалізації якого ми пропонуємо дослідити схему формування додаткової вартості підприємства в результаті здійснення екологоорієнтованої діяльності, за ланцюгом, що характеризує взаємозв'язок між факторами вартості, ефектами, які отримує підприємство, та індикаторами створення вартості – ланцюг "фактори – ефекти – вартість" (рис.2.3).

В основі побудови ланцюга лежить підхід до виявлення потенційних вигід – резервів формування вартості підприємством від здійснюваної ним екологоорієнтованої діяльності підприємства. Такий підхід відомий як концепція Стійкого управління ефективністю діяльності [202].

Основним постулатом концепції є зміщення акценту із оцінки збитків від екологоорієнтованої діяльності до оцінювання вартісно-формуєчих вигід від такої діяльності [51]. Так, сьогодні в технології вартісно-орієнтованого управління поряд із суто фінансовими показниками оцінки діяльності набули поширення змішані підходи, такі як концепції виміру досягнень, що враховують нефінансові показники, до яких належить і концепція Стійкого управління ефективністю діяльності.

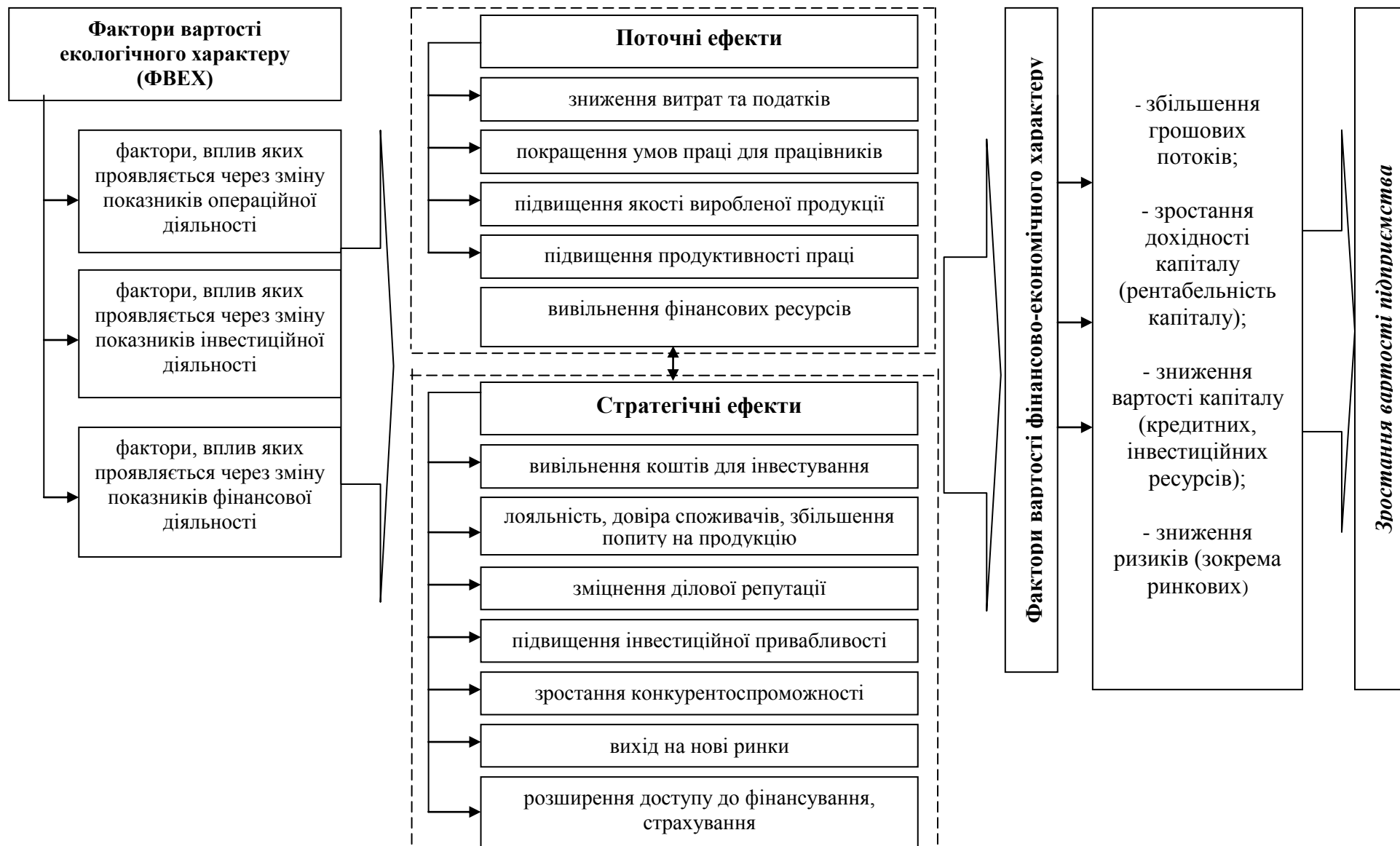


Рис. 2.3. Схема формування додаткової вартості підприємства у ланцюгу «фактори – ефекти – вартість»

Ланцюг "фактори – ефекти – вартість" відображає зв'язок між факторами вартості в розрізі здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Тому, фактори вартості екологічного характеру представлені в ланцюгу за класифікаційною ознакою «переважний прояв впливу» прослідковуються через зв'язок з показниками відповідного виду діяльності (операційної, фінансової чи інвестиційної). Це дозволяє аналізувати взаємодію факторів вартості у певній площині (наприклад, вплив фактору екологічного характеру за переважним впливом на операційну діяльність). В результаті аналізу у запропонованому ланцюгу можна виявити такі ефекти:

- ефекти як наслідок підвищення ефективності операційної діяльності, що проявляється у зниженні витрат та податків, оптимізації ланцюгу постачання, підвищенні ефективності використання ресурсів, зростання якості виробленої продукції, зниженні операційних витрат тощо;

- ефекти як наслідок підвищення продуктивності працівників (створення дієвої системи стимулювання персоналу);

- ефекти як наслідок розширення клієнтської бази (кількості споживачів): підвищення лояльності та довіри з боку споживачів, збільшення попиту на продукцію та послуги;

- ефекти як наслідок підвищення ефективності інвестиційної діяльності: залучення додаткових інвестиційних ресурсів, інвестування в соціально- та екологоорієнтовані проекти (заходи);

- ефекти як наслідок розширення ринкових можливостей: зниження вартості капіталу, розширення доступу до фінансування, страхування; вихід на нові ринки, зниження ринкових ризиків.

Отримання підприємством зазначених ефектів пов'язано з більш повним урахуванням інтересів окремих груп стейкхолдерів. Так, інтереси зацікавлених сторін деякими авторів [2; 86] досліджено у взаємозв'язку з обсягами грошових потоків та ризиками бізнесу, відображеними в ціні

капіталу, зокрема у ставці дисконтування, як ключовими факторами вартості (Додаток В).

Взаємозв'язок між обсягами грошових потоків і ставкою дохідності ілюструє можливі притоки, відтоки та коригування ставки дисконтування в результаті задоволення інтересів зацікавлених сторін. Так, дотримуючись зазначеної логіки, можна стверджувати, що ефекти від урахування факторів екологічного характеру у вартісному управлінні пов'язані з інтересами окремих груп зацікавлених сторін:

- персоналу та працівників підприємства (при зростанні ефективності операційної діяльності та стимулюванні персоналу);
- споживачів (клієнтів) продукції (послуг) (при зростанні ефективності операційної діяльності та розширенні клієнтської бази);
- фінансових посередників, зокрема інвестиційних фондів, комерційних банків, страхових компаній (підвищення ефективності інвестиційної діяльності, розширення ринкових можливостей підприємства).
- менеджерів та власників підприємства (підвищення інвестиційної діяльності, розширення ринкових можливостей).

Оскільки рівень задоволення інтересів стейкхолдерів виступає на сьогодні одним з ключових важелів зростання інвестиційної привабливості, конкурентоспроможності підприємства постає необхідність подальшого дослідження взаємозв'язку корпоративного управління на підприємстві з екологічним чинником впливу.

Підвищення ролі екологічного фактору при збалансуванні інтересів стейкхолдерів сьогодні пояснюється такими причинами [184; 203; 209]:

- соціальними, що мають суспільний характер, оскільки забруднення навколишнього середовища призводить до підвищення рівня захворюваності населення, погіршення умов життєдіяльності, що знижує продуктивність працездатного населення та призводить до значних втрат: необхідності ліквідації наслідків несприятливого впливу діяльності підприємств на навколишнє середовище, збільшення соціальних виплат тощо;

- духовними, що мають суто особистісний характер та обумовлені усвідомленням необхідності зниження шкідливого впливу діяльності підприємства на навколишнє середовище власниками та менеджментом підприємства;

- економічними, які передбачають урахування появи додаткових економічних витрат, пов'язаних з компенсацією нанесеного збитку та оплатою перевищення граничнодопустимих концентрацій шкідливих речовин;

- глобальними – загострення глобальних екологічних проблем, що пов'язані з інтересами суспільства.

В умовах екологічно сталого розвитку зростає роль корпоративної соціальної відповідальності (КСВ), зокрема її екологічної складової, як одного з перспективних напрямів корпоративного управління, зокрема в частині подальшого розвитку теорії стейкхолдерів. Підхід до здійснення корпоративного управління в контексті КСВ зазнає на сьогодні трансформаційних змін [124]. Так, на зміну реагуючому підходу до КСВ приходить стратегічний підхід. Якщо в реагуючій моделі КСВ управління ланцюгом вартості зводилось до здійснення заходів підприємства зі зниження збитку від власної діяльності в процесі створення вартості, то при стратегічному підході відбувається трансформація самого процесу створення вартості з метою врахування інтересів суспільства та укріплення корпоративної стратегії. При реагуючому підході до формування конкурентоздатності основними важелями її досягнення були зниження нефінансових ризиків та укріплення ділової репутації. Імпульсом до підвищення конкурентоспроможності суб'єкта господарювання в сучасних умовах виступає стратегічна орієнтованість, яка надає можливість мобілізувати сили в пріоритетних сферах конкурентної боротьби (рис.2.4).

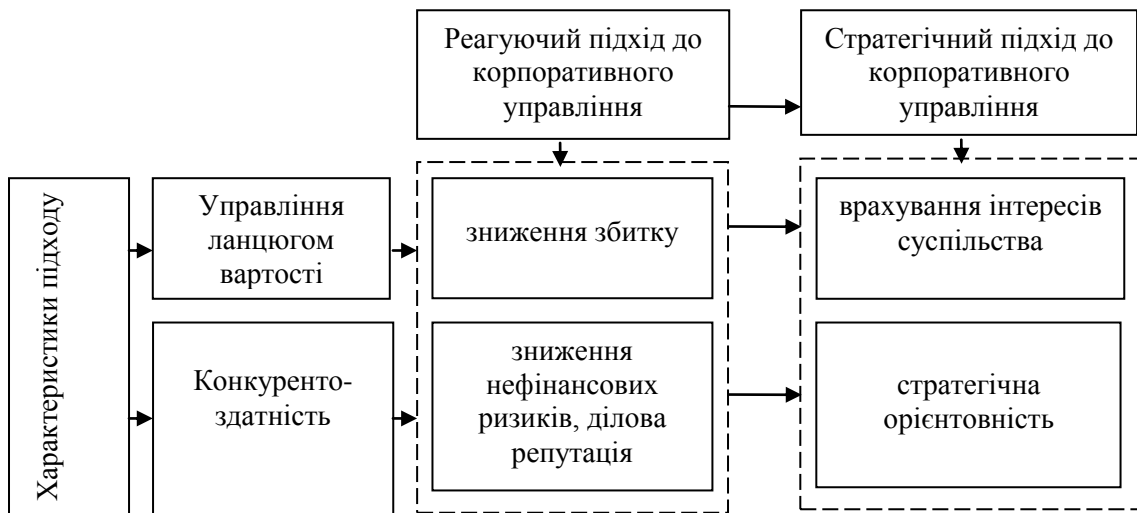


Рис. 2.4. Трансформація підходів до КСВ (складено за [124])

Одним із напрямів конкурентної боротьби в сучасних умовах виступає екологоорієнтована діяльність суб'єктів господарювання. Так, на нашу думку, позиція підприємства щодо врахування або ігнорування екологічного чинника під час вартісного управління впливає на рівень збалансованості інтересів зацікавлених сторін та визначає потенційні конкурентні переваги підприємства. Серед основних конкурентних переваг, що формуються для підприємства за умов дотримання ним концепції сталого розвитку виділяють наступні: зниження стейкхолдерського ризику; впровадження інновацій; підвищення продажів, ринкової вартості; покращення репутації; розширення ринків та можливостей (нові товари); задоволення споживачів (підвищення цінності бренду).

Згідно підходу [190] рівень задоволення (збалансування) інтересів формується залежно від долучення підприємства до КСВ в своїй діяльності. Таким чином, залежно від урахування соціально-екологічних чинників при вартісному управлінні типи поведінки підприємства поділяють на: зацікавлені, маневруючі, поступливі (табл.2.1).

Таблиця 2.1

Потенційні конкурентні переваги для підприємства залежно від рівня збалансування інтересів зацікавлених сторін в умовах сталого розвитку

(складено за [190])

Тип поведінки підприємства	Діапазон значень рівня збалансування інтересів	Характеристика	Потенційні конкурентні переваги	Ймовірність отримання резервів вартості
Поступливий	0-33%	Уникає нанесення шкоди, збитків; синергетична вартість активно не руйнується та активно не створюється.	Зниження стейкхолдерського ризику	Низька
Маневрений	34-66%	Задоволення інтересів кредиторів, інвесторів; зниження негативного впливу на навколишнє середовище.	Впровадження інновацій, покращення репутації, зниження витрат, компенсація збитків, підвищення продажів, ринкової вартості	Середня
Зацікавлений	67-100%	Активне створення синергетичної вартості, задоволення споживачів, інвесторів, кредиторів, зростання їх кількості	Задоволення споживачів, розширення ринків збуту	Висока

Перший тип (поступливий) показує, що синергетична вартість (вартість, що формується в результаті реалізації та взаємозв'язку економічних, екологічних та соціальних цілей діяльності підприємства [206; 209] активно не руйнується, але й активно не створюється. Підприємство уникає нанесення шкоди та збитків в розрізі економічної, екологічної та соціальної складових діяльності, тобто забезпечує умови роботи для

співробітників, уникає економічних втрат, корупції та незаконного нанесення збитку навколишньому середовищу.

Другий тип (реагуючий, маневрений) передбачає помірний інтерес стейкхолдерів до збільшення вартості підприємства за рахунок дотримання ними принципів сталого розвитку в своїй діяльності. Це можуть бути дії підприємства, спрямовані на досягнення задоволення споживачів, працівників, інвесторів (віддача на капітал) та зниження негативного впливу діяльності на довкілля.

До третього типу (рівня зацікавленого підприємства) віднесені ті підприємства, що мають можливість при здійсненні своєї діяльності 1) створювати синергетичну вартість, зокрема забезпечувати синхронізовані обсяги продажів, підвищувати ринкову вартість цінних паперів, забезпечувати зростання кількості споживачів, 2) виключити (ліквідувати) або компенсувати загрози (збитки) навколишньому середовищу.

Отже, чим більше підприємство враховує соціально-екологічні чинники впливу при вартісному управлінні, тим більше можливостей зростання вартості виникає у нього, й тим більший спектр конкурентних переваг перед ним відкривається.

Екологічний чинник обґрунтований в роботі як один з ключових важелів зростання конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості підприємства впливає на збалансування інтересів зацікавлених сторін. Чим вищим є рівень збалансованості таких інтересів щодо спільної мети їх діяльності, зокрема в умовах екологічно сталого розвитку, тим більшою є ймовірність отримання підприємством потенційних резервів його вартості.

Роль стейкхолдерів є однією з визначальних при побудові ланцюга "фактори – ефекти – вартість", що лежить в основі вибору підприємством стратегії вартісного управління, націленої на зростання вартості з урахування екологічного чинника.

Ефекти для підприємства від екологоорієнтованої діяльності слугують своєрідними імпульсами для зміни факторів вартості фінансово-

економічного характеру, які в свою чергу визначають величину вартості підприємства. Підвищення інвестиційної привабливості, ділової репутації, розширення ринкових можливостей відкривають перед суб'єктом господарювання доступ до додаткових джерел фінансування. Вартість джерел фінансування поступово знижується для підприємства в результаті зміцнення його іміджу як екологічно відповідального економічного агента. Отже, із зростанням додаткових джерел виручки та фінансування, зниженням вартості капіталу акумулюється додаткова вартість для підприємства. Зростання вартості підприємства (реалізація резервів вартості) має циклічний характер, що проявляється у відтворенні вартості в процесі функціонування підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку.

Запропонований нами ланцюг "фактори – ефекти – вартість" показує напрями взаємозв'язку між факторами вартості, додатковими ефектів від врахування підприємством екологічного чинника та їх втілення у зростанні вартості. Взаємозв'язок факторів вартості екологічного характеру та факторів фінансово-економічного характеру дозволяє виявити потенційні джерела виручки підприємства, підвищити дохідність його капіталу, знизити ризики (зокрема чутливість до ринкових ризиків) та вартість капіталу (залучених кредитних, інвестиційних ресурсів). Це в цілому сприятиме зростанню вартості підприємства. Використання такої схеми в процесі фінансового управління формує необхідну інформаційну базу для менеджерів підприємства, стимулює їх до врахування факторів вартості екологічного характеру при здійсненні вартісного управління підприємством.

Систематизація та запропонована нами класифікація факторів екологічного характеру, обґрунтування їх взаємозв'язку з факторами вартості фінансово-економічного характеру формують передумови до їх подальшого врахування в процесі оцінювання вартості підприємства. Тому, постає необхідність аналізу існуючих методик оцінки вартості підприємства щодо можливості врахування ними факторів вартості екологічного характеру.

В теорії фінансового менеджменту [21; 47; 111] виділяється три основні групи моделей оцінки вартості залежно від бази для розрахунку показників: балансові методи (на основі бухгалтерської звітності), на основі грошової бази (грошових потоків) та ринкові методи. До балансових моделей належать: метод залишкового чистого прибутку, метод залишкового операційного прибутку, метод доданої економічної вартості, метод доданої ринкової вартості. Моделями оцінки вартості, що будуються на основі грошових потоків є: метод грошової рентабельності інвестицій, метод залишкового прибутку на основі ринкових оцінок, метод доданої акціонерної вартості, метод доданої грошової вартості, метод чистого грошового потоку. Ринковим методом є модель загальної акціонерної віддачі.

Деякі методи оцінки вартості мають змішану базу розрахунку, однак все-таки тяжіють до однієї з груп. Такими моделями оцінки вартості підприємства є економічна додана вартість (EVA) та чистий економічний дохід (NEI). Оцінку вартості на основі EVA включають до балансових методів, а NEI – до методів на основі грошової бази [20].

Для здійснення порівняльного аналізу методів оцінки вартості залежно від набору критеріїв в теорії вартісного управління традиційно використовують один з трьох підходів, дослідження яких дозволить нам визначити найбільш адекватний завданням нашої роботи метод оцінки.

Згідно з першим підходом [184] показники результатів діяльності порівнюються за їх точністю та складністю розрахунку. За другим підходом [176] базою для порівняння слугують ті ж критерії, але алгоритм процедури порівняння враховує певні коригування, які стосуються основних характеристик та особливостей моделей вартості, наприклад: аналітичної бази – звіт про прибутки та збитки або баланс, або грошові потоки, коригування на ризик, врахування строку використання активів. Третій підхід до порівняльного аналізу показників базується на використанні таких критеріїв порівняння: урахування майбутніх результатів діяльності, ступінь складності показника та можливість розкладання на фактори вартості [20].

Автори перших двох підходів здійснюють порівняння на основі логічного аналізу, що, на нашу думку, є не зовсім вичерпним, адже такий критерій порівняння, як точність, потребує більш обґрунтованого математичного підтвердження.

З метою оцінювання вартості підприємства з урахуванням специфіки дії факторів екологічного характеру, на нашу думку, доцільно використовувати третій підхід до аналізу моделей вартості.

По-перше, критерії, що покладені в його основу, не потребують додаткових математичних розрахунків та використання програмного забезпечення.

По-друге, зазначені критерії достатньо повно та об'єктивно характеризують відповідну модель для подальшої оцінки вартості підприємства. Так, порівняння моделей вартісної оцінки за критерієм ступеня їх складності для менеджерів дозволить передбачити можливі складнощі з використання моделі оцінки підприємства та уникнути їх. Чим більш простим визначено алгоритм розрахунку моделі, тим більш зрозумілою для подальшого впровадження на підприємстві на всіх ієрархічних рівнях буде модель. Порівняння моделей оцінки вартості за ознакою очікування майбутніх результатів з одного боку показує можливості підприємства щодо створення вартості в майбутньому (при високому рівні очікувань), а з іншого – характеризує фактичні результати (при низькому рівні очікувань). Безперечно, розкладання на фактори (драйвери) вартості є ключовою перевагою підходу Волкова Д.Л. [20], так як висока деталізації моделі вартості за сукупністю факторів дозволяє здійснювати поелементне управління ними та доведення управлінських рішень до найнижчих рівнів менеджменту.

По-третє, зазначені критерії надають можливість проаналізувати вплив екологоорієнтованої діяльності на показники вартості підприємства. Так, результати дотримання підприємством екологоорієнтованого вектору розвитку проявляються в основному у довгостроковій перспективі, що

відповідає критерію врахування майбутніх результатів діяльності. Можливості представлення показника оцінки вартості у вигляді сукупності факторів дозволяє дослідити взаємозв'язок факторів вартості фінансово-економічного та екологічного характеру.

Описану нами вище критеріальну базу за підходом Волкова Д. Л. для порівняння моделей вартісної оцінки пропонуємо доповнити такою характеристикою, як можливість урахування в моделях оцінки вартості факторів екологічного характеру. Визначені в роботі характерні ознаки факторів вартості екологічного характеру та особливості їх взаємозв'язку з факторами фінансово-економічного характеру свідчать про складність формалізації та оцінки впливу факторів вартості екологічного характеру на величину вартості підприємства. Тому порівняльний аналіз моделей оцінки вартості підприємства здійснювався нами через аналіз індикаторів (показників), вартості щодо можливості врахування ними факторів екологічного характеру з урахуванням появи як додаткових ефектів, так і потенційних ризиків для підприємства.

Порівняльну характеристику моделей оцінки вартості підприємства наведено у додатку Г.

Аналіз моделей оцінки вартості показав наступні результати:

- більшість показників вартості характеризують можливості підприємства щодо генерування вартості в майбутньому (замість надання фактичних оцінок її величини);

- можливості щодо урахування факторів вартості екологічного характеру мають місце при коригуванні в основному середньозваженої вартості капіталу (WACC), ціни акції (у випадку її котирування на ринку), а також ділової репутації і WACC одночасно – для EVA. Такі висновки узгоджуються з досвідом розвинених країн світу, де вартість фінансових ресурсів, наданих банківськими установами або інвесторами (складова WACC) має тенденцію до поступового зниження за умов здійснення

економічними агентами соціально- та екологоорієнтованої діяльності [35; 189].

Крім зазначеного взаємозв'язку факторів вартості екологічного характеру з вартістю капіталу, проведений аналіз моделей вартісної оцінки показав взаємозв'язок між такими факторами та результативними показниками моделей оцінки вартості підприємства (грошовим потоком, рентабельністю капіталу та ін.). Як показано в наведеному в роботі ланцюгу "фактори – ефекти – вартість" (рис. 2.3), урахування факторів екологічного характеру при вартісному управлінні сприяє отриманню додаткових ефектів, що в результаті дозволять розширити потенційні джерела виручки, збільшити обсяги грошових потоків, величину доходності капіталу.

Формалізація взаємозв'язку між факторами вартості екологічного та фінансово-економічного характеру в існуючих моделях вартісної оцінки пов'язана з необхідністю удосконалення методичного апарату оцінювання, що буде реалізовано у наступних підрозділах дисертаційної роботи.

2.2 Вартісний розрив: сутність та методологічна функція

Оцінювання вартості суб'єкта господарювання в умовах врахування впливу факторів вартості екологічного характеру пропонуємо здійснювати на основі геп-аналізу (англ. «gap» – розрив). Термін "розрив" походить з англійської мови від слова "gap" та означає інтервал, розходження, пропуск. Геп-аналіз як метод стратегічного управління та планування набув на сьогодні широкого поширення, особливо в зарубіжній практиці. Геп-аналіз є комплексним аналітичним дослідженням, що вивчає невідповідності, розриви між поточним станом підприємства та бажаним. Цей аналіз дозволяє виділити проблемні зони, що перешкоджають розвитку та оцінити ступінь готовності підприємства до виконання переходу від поточного до бажаного стану [26].

В теорії виділяють такі види розривів [26]:

- між ринковою пропозицією компанії та існуючим на ринку рівнем попиту;
- між поточною діяльністю або бізнес-процесами та баченням ідеального на думку керівництва підприємства;
- між дійсними цілями та задачами підприємства в цілому та працівників зокрема, з одного боку, та теоретично обґрунтованими цілями, з іншого;
- між поточними показниками роботи підприємства та найкращими показниками в галузі.

Перед викладенням власного бачення розриву як основного інструменту геп-аналізу та його застосування в управлінні вартістю підприємства, проведемо дослідження підходів до визначення сутності вартісного розриву, що мають місце в науковій літературі залежно від цілей його використання.

Сьогодні використання геп-аналізу має місце у різних сферах економічної діяльності: як під час економічного, так і при технічному аналізі (табл. 2.2.).

Поряд з поняттям "вартісний розрив" в економічній літературі використовують поняття "вартісний потенціал" [69, с.475], під яким розуміють "...сукупні можливості суб'єктів підприємництва щодо збільшення їх вартості за умови ефективного використання наявних у них ресурсів в процесі господарської діяльності".

У зарубіжній практиці вартісний розрив розраховують найчастіше для порівняння вигід для власника компанії при різних варіантах та умовах її продажу.

Вважаємо, що використання вартісного розриву доцільно здійснювати не лише з метою аналізу вигід від подальшого продажу або реструктуризації підприємства, а й у процесі оцінювання вартості суб'єкта господарювання як оцінку резерву її можливого зростання в результаті врахування екологічного

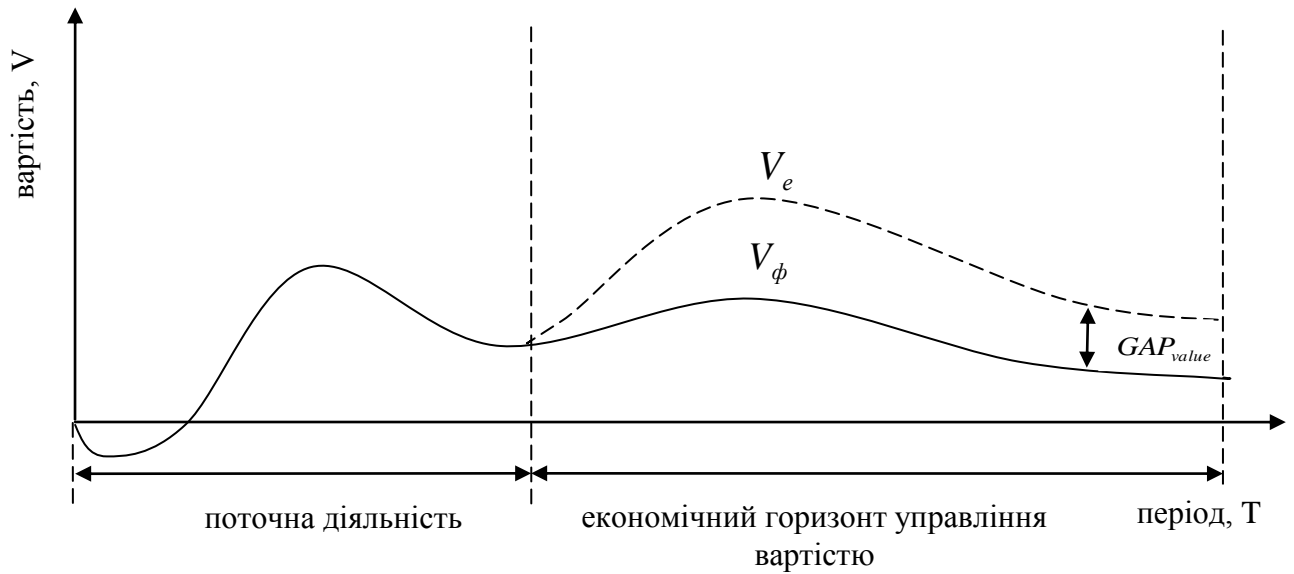
чинника у виборі стратегії розвитку. Тому базуючись на аналізі наведених підходів до тлумачення вартісного розриву ми пропонуємо під вартісним розривом розуміти потенційну втрату вартості, зумовлену вибором підприємством стратегії розвитку з відповідними екологічними характеристиками. Графічне зображення вартісного розриву (GAP_{value}) подано на рис. 2.4.

Таблиця 2.2

Сутнісні характеристики вартісного розриву залежно від цілі його використання (складено на основі [9; 93; 161])

Ціль використання	Сутність розриву
Економічний аналіз	
При продажу підприємства	Різниця між фактичною ринковою вартістю підприємства та вартістю, яку власник очікує отримати в результаті продажу підприємства з метою задоволення своїх потреб
При реструктуризації підприємства	Різниця між поточною дисконтованою вартістю прогнозованих грошових потоків при збереженні існуючих умов та поточною дисконтованою вартістю грошових потоків при реструктуризації та реорганізації компанії
При оцінюванні процентних ризиків для банківських установ	Різниця між величиною чутливих активів у грошовому вираженні та величиною чутливих зобов'язань у грошовому вираженні
Технічний аналіз	
При торгівлі цінними паперами	Різниця між ціною закриття попередньої торгової сесії та ціною відкриття наступного торгового дня

Кількісну оцінку вартісного розриву нами запропоновано здійснювати шляхом порівняння індикаторів вартості, оцінених як найкращі в галузі, з фактичними (прогнозованими) індикаторами вартості підприємства. Вважаємо, що, здійснення екологоорієнтованої діяльності сприятиме поступовому зниженню величини такого вартісного розриву з GAP_1 до GAP_2 . (рис. 2.5).



V_{ϕ} - фактична вартість підприємства;
 V_e - потенційно можлива вартість (зокрема при врахуванні екологічного чинника впливу).

Рис. 2.4. Графічне зображення вартісного розриву в динаміці

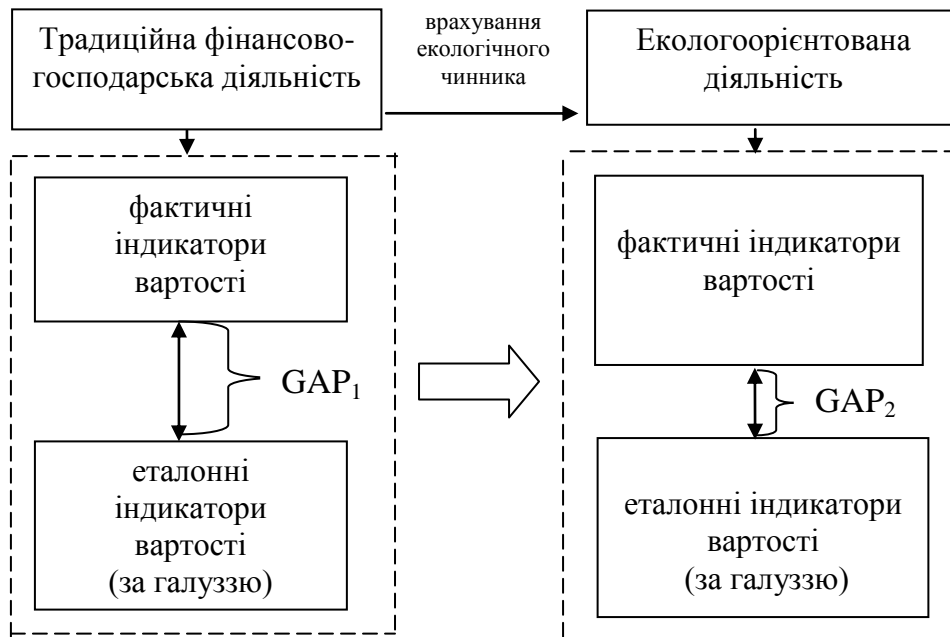


Рис.2.5. Зміна величини вартісного розриву під впливом екологічного чинника

На нашу думку, в якості показників вартості при розрахунку вартісного розриву доцільно використовувати показники вартості відповідно до

обраного методу оцінки вартості, що належить до балансового, грошового або ринкового підходу.

В умовах слабо розвиненого фінансового ринку, що характерний для України, використання ринкових методів оцінки стає неможливим. Методи оцінки вартості підприємства на основі грошових потоків є недоцільними через відсутність достатньої для розрахунку статистичної інформації та постпрогнозний характер грошових потоків, що зумовлюватиме зменшення об'єктивності оцінок. Оцінювання вартості підприємства на основі балансових моделей є простим для практичного використання, формується на основі реальних даних та найбільше відповідає умовам функціонування вітчизняних підприємств. Деякі методи оцінки вартості мають змішану базу розрахунку, наприклад економічна додана вартість (EVA) та чистий економічний дохід (NEI) [20].

Вважаємо, що найбільш прийнятним для оцінювання вартості підприємства в рамках концепції управління вартістю та подальшого оцінювання і управління вартісним розривом є метод EVA.

В сучасній економічній практиці показник EVA найчастіше порівнюють з таким показником ефективності, як NPV [20; 42]. Приймаючи до уваги ряд сильних сторін NPV-методу, економічна додана вартість має ряд переваг у порівнянні з ним. По-перше, якщо при здійсненні традиційного NPV-аналізу необхідно розраховувати величину інвестицій з точним визначенням часу та обсягу грошових потоків за періодами, то аналіз за методом EVA можна проводити відповідно до кожного періоду функціонування підприємства без додаткового урахування минулих подій та передбачення їх майбутнього розміру, на основі оцінки інвестованого капіталу за бухгалтерськими даними. Так, EVA дозволяє проводити порівняльний аналіз планових показників проекту з фактично досягнутими. По-друге, показник EVA є зручним у використанні, якщо під час реалізації інвестиційного проекту змінюється вартість активів порівняно з тою, що відображена в балансі. Використання стандартних бухгалтерських проводок

за методом EVA дозволяє відобразити автоматично зміни у вартості активів як на величині доходу, так і на розмірі задіяного капіталу. За умов використання показника NPV в результаті зміни вартості активів необхідні нові перерахунки, що викликає певні труднощі та забирає додаткових час.

Основними перевагами EVA-методу є:

1) урахування всіх витрат на ведення бізнесу, тобто фактичних та альтернативних, що дозволяє інвесторам порівнювати дохідність капіталу компанії з альтернативними витратами вкладених коштів;

2) коригування бухгалтерських даних, що дозволяє відобразити дійсні об'єми ресурсів та стратегічну спрямованість їх використання з урахуванням галузевих особливостей і тим самим – уникнути недоліків стандартів бухгалтерського обліку;

3) на основі EVA будуються механізми винагороди менеджерів, як на рівні всього підприємства, так і окремих підрозділів [47; 48].

Крім того, суттєвим фактом на користь методу EVA є її світова популярність, визнання цієї моделі оцінки широким колом великих міжнародних консалтингових компаній та фінансових корпорацій, таких як: The Coca-Cola Company, Eli Lilly and Company, Bausch & Lomb, Matsushita, Briggs & Stratton, Herman Miller [20].

Подальше оцінювання вартісних розривів на основі EVA-моделі формує необхідність ідентифікації та аналізу основних зон їх виникнення на підприємстві. Оцінювання вартості підприємства на основі методу EVA надає нам можливість проаналізувати фактори вартісного розриву в результаті відмови підприємства від екологоорієнтованого вектору розвитку в розрізі індикаторів вартості, що відображають інвестиційну, операційну, фінансову діяльність підприємства (рис. 2.6).



Рис. 2.6. Фактори вартісного розриву в розрізі індикаторів вартості підприємства

Якщо підприємство відмовляється від екологоорієнтованого вектору розвитку факторами формування вартісних розривів при здійсненні операційної діяльності є: недоотримання додаткових обсягів продажів, виручки через невідповідність характеристик виробленої продукції екологічним нормам, недостатню інвестиційну привабливість; втрата можливості зменшення операційних витрат через використання енерго-, матеріало-, ресурсоємної технології, старого обладнання; втрата можливості підвищити продуктивність праці в результаті неефективного механізму винагороди працівників, низьких за якістю умов праці, що призводять до частой захворюваності.

Реалізація інвестиційної діяльності без належного урахування вимог соціальної та екологічної відповідальності збільшує потенційні ризики, а

отже, обмежує підприємство в отриманні додаткових кредитних та інвестиційних ресурсів з боку соціально орієнтованих інвесторів.

В таких умовах стосовно фінансової діяльності підприємство можна говорити про втрату можливості зниження вартості капіталу, залучення додаткових джерел його фінансування. Це пояснюється тим, що на сьогодні суб'єкти фінансово-економічної системи, зокрема: комерційні банки, страхові компанії, пенсійні фонди та інші враховують нефінансові чинники під час надання підприємствам кредитних та інвестиційних ресурсів та визначенні плати за їх користування. Так, у зарубіжній практиці все більша кількість банків готові надавати додаткові фінансові ресурси компаніям на пільгових умовах і в більших обсягах у разі активного впровадження ними стандартів соціальної відповідальності [35]. Це сприяє зниженню вартості капіталу та формуванню його раціональної структури для таких компаній.

Отже, можна стверджувати, що в процесі управління вартістю на основі вартісного розриву виникає можливість ідентифікувати зони формування потенційних можливостей збільшення вартості підприємства у разі реалізації стратегії розвитку з певними екологічними характеристиками.

Виділення основних факторів виникнення вартісного розриву дозволяє визначити перспективні шляхи управління ним з метою подальшого зниження або уникнення. На рис. 2.7 представлено профіль вартісного розриву, що дає можливість на економічному горизонті управління вартістю визначити інтервали, де доцільним є використання різних важелів управління залежно від рівня їх впливу на загальну величину вартісного розриву.

Управління вартісним розривом (GAP_{value}), на нашу думку, доцільно здійснювати в декілька етапів. На початковому етапі зниженню величини розриву сприяє виявлення резервів підвищення ефективності операційної діяльності (ΔGAP_0), тобто використання важелів операційної діяльності. Такі заходи передбачають підвищення показників виробничої діяльності за рахунок акумулювання внутрішніх резервів підприємства, без залучення додаткових коштів від інвесторів.

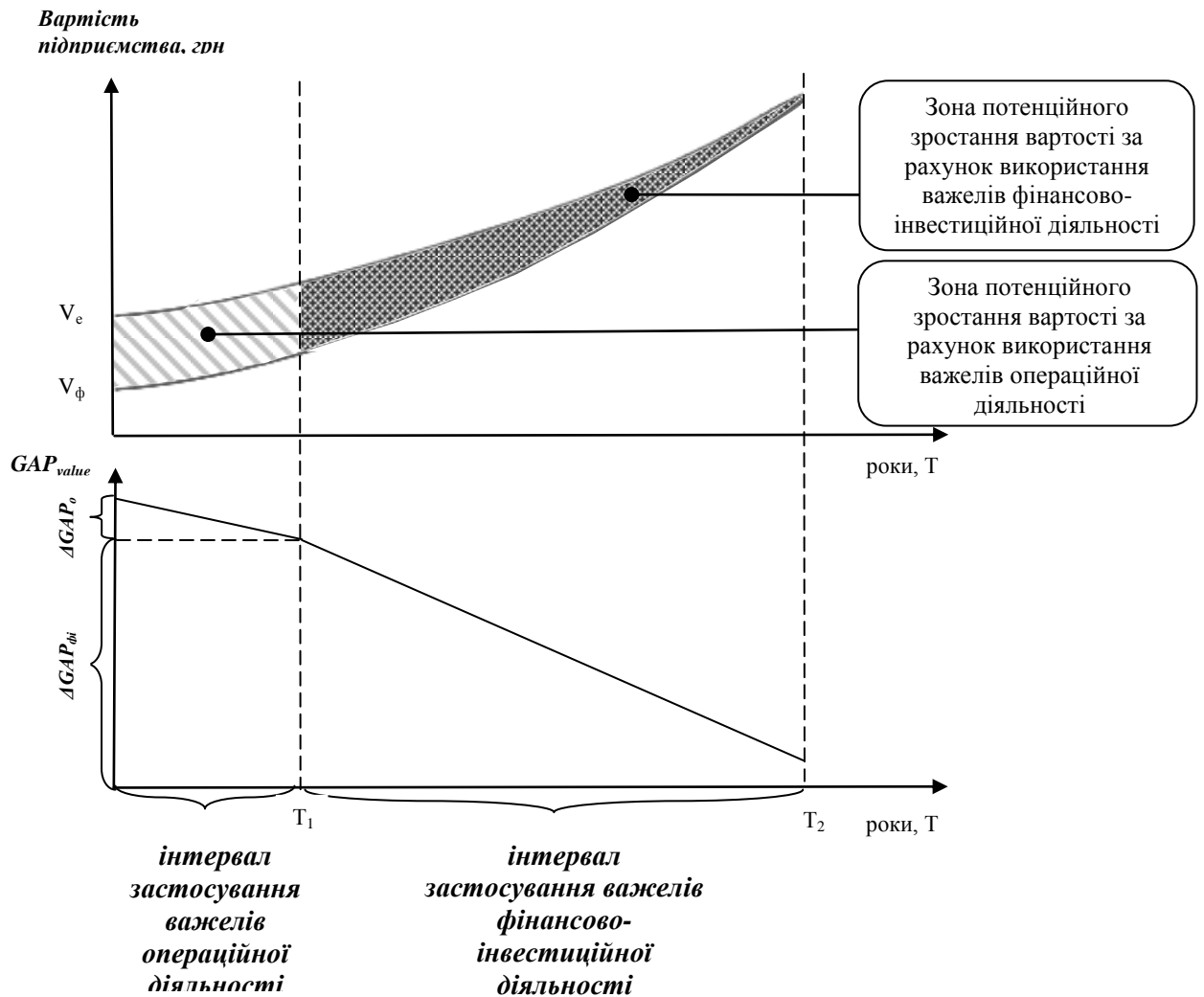


Рис. 2.7. Профіль вартісного розриву

В економічній практиці такі заходи відомі як заходи з малого ресурсозбереження: маловитратні заходи з реорганізації праці та управління підприємством; проведення профілактичних робіт, огляду устаткування, невеликих ремонтів обладнання; заходи з підвищення трудової дисципліни, продуктивності праці [66; 67]. Поділ ресурсозбереження на мале та велике здійснюється залежно від обсягів капітальних вкладень. За оцінками вчених [66; 67] орієнтовна межа між великим та малим ресурсозбереженням визначається на рівні 30-35% від загального обсягу потенційно можливих інвестицій у ресурсозбереження. Таким чином, вкладення, розмір яких не

перевищує 30-35% потенційних інвестицій у ресурсозбереження, належать до малого ресурсозбереження; ті, що перевищують – до великого.

На другому етапі управління необхідними заходами є звернення суб'єкта господарювання до фінансових організацій за кредитними та інвестиційними ресурсами з метою фінансування екологоорієнтованих проектів, технологічного оновлення виробничого процесу та інше. Реалізація зазначених дій розрахована на тривалий час (від моменту T_1 до T_2) – інтервал використання важелів фінансово-інвестиційної діяльності. В результаті використання важелів фінансово-інвестиційної діяльності величина розриву зменшиться на ΔGAP_{if} . На цьому етапі серед заходів підприємства можуть бути капітальні вкладення у велике ресурсозбереження. Велике ресурсозбереження вимагає масштабних вкладень коштів та передбачає здійснення модернізації, технічного переозброєння виробництва, заміни техніки і технології на більш ресурсоефективну, зміни в обсягах випуску та асортименту продукції, зниження ресурсоемності продукції [103].

Найбільш складним, на нашу думку, є забезпечення підприємством зниження розриву в стратегічній перспективі. На даному етапі управління підприємством важливо зберегти існуючі позиції щодо забезпечення мінімально можливого значення величини розриву для суб'єкта господарювання при здійсненні ним всіх вище зазначених заходів та напрямів виробничо-господарської та інвестиційної діяльності. Стратегія управління вартістю на основі методу вартісних розривів повинна бути націленою на досягнення однієї з двох основних задач: стабілізацію існуючих позицій та підтримання їх на визначеному рівні або подальше поступове впровадження заходів із зниження величини розриву та відповідно втрат потенційної вартості.

Основою управління вартісними розривами є їх оцінювання. Тому викладемо власний підхід до оцінювання вартісного розриву з урахуванням наведених вище обґрунтувань найбільш адекватної моделі оцінки вартості.

В загальному вигляді вартість підприємства за EVA розраховується у вигляді абсолютних показників (формула 2.1) або у вигляді відносних показників (формула 2.2) [48].

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC, \quad (2.1)$$

де *NOPAT* — чистий операційний прибуток підприємства після сплати податків;

WACC - середньозважена вартість капіталу;

IC - інвестований капітал.

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC, \quad (2.2)$$

де *ROIC* - рентабельність інвестованого капіталу;

$(ROIC - WACC)$ - спред ефективності.

Більш зручним, на нашу думку, є оцінювання вартісного розриву в межах EVA-моделі з використанням формули 2.2, оскільки використання відносних показників забезпечує можливість порівняння еталонних значень із фактичними. Зокрема, в якості бази порівняння пропонуються еталонні (найкращі в галузі) індикатори вартості: індикатор рентабельності інвестованого капіталу (в ролі еталону – його найвище значення за галуззю) та середньозважену вартість капіталу (в ролі еталону – найнижче значення відповідного індикатора).

Розрахунок величини загального вартісного розриву пропонується нами здійснювати за формулою:

$$GAP_{value} = (GAP_{ROIC} + GAP_{WACC}) \times IC, \quad (2.3)$$

де GAP_{ROIC} — розрив рентабельності інвестованого капіталу, %;

GAP_{WACC} — розрив середньозваженої вартості капіталу.

Вартість інвестованого капіталу приймемо як фіксовану величину при порівнянні різних варіантів стратегій розвитку. Таким чином, величина загального вартісного розриву розраховується як сума розривів рентабельності та середньозваженої вартості капіталу і відповідно залежить від величини розривів за ними. Отже, постає необхідність удосконалення науково-методичного забезпечення оцінки вартісного розриву окремо за кожним індикатором вартості.

2.3 Науково-методичний підхід до оцінювання розриву рентабельності інвестованого капіталу

Оцінювання вартісного розриву передбачає визначення розриву рентабельності інвестованого капіталу протягом усього періоду управління — економічного горизонту управління вартістю, що пояснюється тривалістю періоду отримання підприємствами результатів від впровадження екологоорієнтованої діяльності. При цьому вихідним пунктом прогнозування динаміки розриву ROIC є проведення поточного оцінювання його величини.

Перед тим як викласти наш підхід до прогнозування рентабельності інвестованого капіталу підприємства з урахуванням впливу екологічного чинника проаналізуємо підходи до прогнозування складових показника рентабельності.

В основі алгоритму розрахунку показника рентабельності інвестованого капіталу лежить співвідношення чистого операційного прибутку до загального обсягу інвестованого капіталу (власного, залученого, запозиченого). Прийняття рішень на підприємстві щодо розміру інвестованого капіталу здійснюється згідно з інвестиційною стратегією підприємства [6; 50]. Прогнозування загального обсягу інвестиційних

ресурсів підприємства на плановий період передбачає його формування з урахуванням мінімальних та максимальних допустимих його меж.

Так, за Блеком Е. [6] мінімальною величиною інвестиційних ресурсів виступає "критичний обсяг інвестицій", що характеризує мінімальний обсяг інвестиційної підтримки операційної діяльності підприємства (забезпечення функціонування основних фондів та необхідного обсягу оборотних фондів). Зниження інвестиційного забезпечення до рівня нижчого за критичний призведе до стагнації підприємства та подальшого його банкрутства. Максимальною величиною інвестиційних ресурсів підприємства виступає обсяг його інвестиційних потреб, що підприємство визначає відповідно до корпоративної та фінансової стратегії. Впровадження на підприємстві стратегії ведення екологічно відповідально бізнесу повинно враховувати можливі зміни мінімального та максимального обсягу інвестиційних ресурсів. Для вітчизняних машинобудівних підприємствах основним напрямом капітального інвестування коштів є модернізація існуючого обладнання та технологічних процесів з урахуванням вимогами екологічних стандартів.

Поряд з інвестованим капіталом визначальну роль при оцінюванні, плануванні та управлінні рентабельністю капіталу відіграє прибуток підприємства. В економічній теорії та практиці [11; 37; 60; 86; 88; 93] виділяють такі традиційні методи планування прибутку: метод прямого рахунка (різновид – метод асортиментного планування), аналітичний метод, нормативний метод, статистичні методи (метод екстраполяції, регресійні розрахунки), факторний метод, метод на основі грошового потоку.

Найбільш поширеним серед традиційних методів є метод прямого рахунка, що полягає в прогнозуванні операційного доходу, постійних та змінних витрат, визначенні податкових та інших обов'язкових платежів. Його різновидом є метод асортиментного планування, за яким прибуток від реалізації продукції визначається окремо за кожною групою продукції і кінцеве його значення знаходиться сумуванням усіх даних.

Для прогнозування прибутку за умов широкого асортименту продукції використовується аналітичний метод. Його також використовують разом з методом прямого рахунка з метою контролю останнього.

В основі нормативного методу лежить прогнозування прибутку на основі нормативів. Відповідно до встановлених нормативів показників прибутку менеджмент підприємства розробляє сценарії виробничо-господарської діяльності, що дозволяють досягти встановлених норм.

Метод екстраполяції базується на припущенні, що на плановий період зберігаються тенденції попередніх періодів щодо розміру прибутку, його динаміки.

Обмеженими у подальшому використанні є регресійні методи прогнозування прибутку, так як використовуються лише за наявності тісного зв'язку показників прибутку з його факторами, якщо зміна таких факторів може бути прогнозовано надійно.

Використання факторного методу при прогнозуванні прибутку супроводжується здійсненням приблизних розрахунків за спрощеною методикою: обсяги прибутку коригуються на прогнозовані його зміни. Однак, перспективним є використання програмованого факторного методу планування. Процедура його обчислення є більш складною, але й результати розрахунку – більш точними.

Метод прогнозування на основі грошових потоків передбачає визначення можливих джерел надходжень фінансових ресурсів від здійснення виробничо-господарської діяльності.

Узагальнення результатів аналізу сильних та слабких сторін традиційних методів прогнозування прибутку наведено нами у таблиці 2.3.

Крім традиційних методів, підприємствами на практиці рідше використовуються методи маржинального аналізу та економіко-математичні методи. До методів маржинального аналізу відносять: розрахунок точки беззбитковості, планування прибутку на основі ефектів операційного та фінансового важелів, на основі граничних витрат і граничних доходів.

Характеристика сильних і слабких сторін методів прогнозування прибутку (складено за [11; 37; 44; 60; 86; 88; 93])

Метод прогнозування прибутку	Сильні сторони методу	Слабкі сторони методу
Метод прямого рахунка	Достатньо простий спосіб у визначенні показників	Складності у забезпеченні точності прогнозованих доходів та витрат. Не орієнтований на отримання цільових показників рівня операційного прибутку. Не враховує вплив різних факторів прибутку.
Аналітичний метод	Враховує вплив факторів зміни прибутку. Стимулює виявлення резервів зростання прибутку	Неточність у розрахунках.
Нормативний метод	Дозволяє керівництву підприємства встановлювати бажані значення прибутку.	Складність у розробці нормативів, їх обґрунтуванні та кількісному розрахунку.
Метод екстраполяції	Ефективний на стадії техніко-економічного обґрунтування проекту, в короткостроковому періоді	Не використовується при прогнозуванні на довгострокову перспективу. Значна похибка результатів.
Регресійні моделі	Врахування залежності показників прибутку від інших змінних.	Обмежені у використанні (лише у випадку тісного взаємозв'язку між показниками прибутку і факторами).
Факторний метод	Використовується при незначних обсягах інформативної бази. Дозволяє визначити ключові фактори прибутку	Неточність розрахунків
Метод на основі грошового потоку	Враховує потенційні надходження від здійснення операційної діяльності.	Не враховується можливість залучення кредитних коштів.

Незважаючи на те, що маржинальні методи задовольняють вимогам сучасної системи фінансового контролю, обліку витрат і формування прибутку, їх використання ускладнюється неможливістю урахування змін у

динаміці витрат та виручки, мінливості структури продажів за видами продукції, що актуалізуються в сучасних умовах господарювання.

Використання математичних методів, що передбачають складні розрахунки, виправдовується лише достовірністю економічних моделей, які враховують реальні фактори в прогнозованому періоді.

Отже, підсумовуючи викладене вище, враховуючи переваги та недоліки існуючих на сьогодні методів прогнозування прибутку як ключового індикатора рентабельності капіталу, вважаємо, що їх використання підприємствами в умовах екологоорієнтованого розвитку має певні перешкоди, зокрема:

- складність забезпечення точності розрахунків (метод прямого розрахунку, аналітичний та факторний методи, метод екстраполяції);
- складність обґрунтування окремих планових параметрів (нормативний метод);
- не дозволяють врахувати можливість залучення кредитних коштів (метод на основі грошового потоку);
- не враховують впливу факторів прибутку (метод прямого розрахунку), що є актуальним у разі орієнтації підприємства та стратегію розвитку екологічно відповідального бізнесу (взаємозв'язок фінансово-економічних та екологічних факторів вартості не враховуються методами прогнозування прибутку).

Враховуючи визначені складності та недоліки існуючих методів прогнозування прибутку, ми пропонуємо удосконалення методичного забезпечення оцінки та прогнозування вартісного розриву за індикатором рентабельності інвестованого капіталу. Вважаємо, що оцінка та прогнозування розриву рентабельності капіталу з урахуванням впливу екологічного чинника може здійснюватись на основі використання логістичної функції, що пояснюється низкою її переваг у прогнозуванні економічних процесів на різних рівнях. Зокрема її застосування дозволяє підвищувати ефективність управління та організації бізнесу в цілому, надає

можливість визначити величину капіталу у вартісному вимірі в кожний момент часу зокрема [3; 73; 74].

За законами логістичних кривих на сьогодні протікають багато процесів у суспільстві та природному середовищі. Це перш за все відноситься до динаміки кумулятивних величин, які акумулюються, накопичуються і з часом утворюють фонд, від розміру якого залежить швидкість подальшого зростання або спаду таких величин [73].

Сьогодні в економіці існує три основні напрями використання логістичних функцій при вирішенні проблем економічного моделювання [36; 43; 73]:

- прогнозування логістичною функцією життєвих циклів як окремої технології, так і технологічних укладів в цілому;
- при короткостроковому прогнозуванні динаміки ринків, що передбачає дослідження взаємодії коливань попиту та пропозиції залежно від коефіцієнту жорсткості;
- прогнозування залежності реального споживання від рівня цін та реальних доходів.

Саме перші два напрями використання логістичних функцій в економічних процесах є основою для обґрунтування застосування саме цієї функції для оцінки і прогнозування величини вартісного розриву рентабельності інвестованого капіталу. При цьому ми враховуємо такі особливості:

- по-перше, здійснення підприємствами екологоорієнтованої діяльності передбачає поступову модернізацію та заміщення існуючої технології на підприємстві в напрямі підвищення показників енергоефективності, зниження ресурсо- та матеріалоемності виробничого процесу. Це відповідає практиці використання логістичних рівнянь при прогнозуванні технологічних укладів на макрорівні та життєвого циклу технології, тривалості технологічного розриву та величини технологічної межі на підприємствах;

- по-друге, сучасна практика прогнозування ринкової рівноваги за допомогою логістичних рівнянь, де основним параметром моделювання є коефіцієнт жорсткості, що характеризує період уповільненої реакції виробників в результаті впливу факторів як зовнішнього середовища, так і внутрішньої структури підприємств на миттєві зміни попиту. Розрізняють реактивний, інертний та інноваційний тип жорсткості середовища. У всіх трьох випадках використовується обернена логістична функція.

Реактивний тип характеризується миттєвою реакцією виробників на зміни у попиті. З часом слабшають фактори, що стимулюють зміну пропозиції і поступово пропозиція приходить у відповідність із попитом. Реактивний тип ринку характерний для галузей економіки з високим рівнем конкуренції та мінімальним впливом монополій, зокрема державних.

При інертному типі жорсткості середовища різка зміна попиту супроводжується повільною реакцією господарюючих суб'єктів, що поступово прискорюється до тих пір, поки зрівняється з попитом. Інертний тип середовища поширений в сильно монополізованих галузях або галузях із значним державним регулюванням.

В рамках інноваційного типу жорсткості середовища реакція пропозиції товару на зміни попиту сповільнена внутрішніми та зовнішніми факторами на початку адаптаційного періоду та на кінець при їх поступовому наближенні. В основному інноваційний тип характерний для підприємств-виробників технологічного обладнання та наукомісткої продукції. Таким галузям характерне заміщення технологічних укладів під впливом науково-технічної інформації відповідно до змін зовнішнього середовища. Таким чином, в умовах трансформації системи фінансового управління в цілому, підвищенні вимог до виробничо-господарської діяльності в напрямі поступової екологізації згідно з міжнародними стандартами доцільним вбачається використання саме логістичної функції з характерним інноваційним типом жорсткості середовища.

Відтак, охарактеризований нами взаємозв'язок запропонованої в роботі концепції розриву рентабельності капіталу з особливостями використання логістичної функції в сучасних економічних процесах слугує підґрунтям до подальшої побудови на її основі алгоритму вартісного оцінювання з урахуванням екологічної характеристики вектору розвитку підприємства.

Використання оберненої функції пояснюється (крім відповідності за змістом інноваційному типу жорсткості ринкового середовища) характером поведінки вартісного розриву. Так, його величина розриву рентабельності інвестованого капіталу з часом знижуватиметься поряд з поступовим зростанням показників рентабельності підприємства порівняно з найкращими показниками в галузі в результаті здійснення ним екологоорієнтованої діяльності.

За аналогією з використанням логістичної функції в економіці при моделюванні фаз розвитку ринку прогнозування характеру динаміки розриву рентабельності капіталу доцільно здійснювати в три основні фази: фаза розвитку, стрімкого зниження та уповільненого зниження.

1) Фаза розвитку. В нашому дослідженні цій фазі відповідає формування бази подальшого зростання показника рентабельності, а значить – зниження розриву між еталонним та фактичним показником підприємства. Так, спершу за умов впровадження інвестиційних проектів екологічного спрямування, залученні додаткового фінансування з метою модернізації виробничого обладнання дохідність капіталу зважаючи на значні обсяги інвестованих коштів майже не зміниться, в основному зберігатиметься на тому ж рівні. Тому й розрив рентабельності інвестованого капіталу коливатиметься несуттєво.

2) Фаза стрімкого зниження. З часом здійснення виробничого-господарської діяльності з урахуванням умов екологоорієнтованого розвитку набиратиме обертів. Підвищення конкурентоздатності продукції за рахунок підвищення її якості сприятимуть збільшенню попиту на неї, обсягів виручки, інвестиційної привабливості. Так, доходи на одиницю

інвестованого капіталу зростатимуть, що супроводжуватиметься зниженням вартісного розриву, а отже, поступовим зменшенням різниць в оцінках вартості.

3) Фаза уповільненого зниження. В стратегічній перспективі підприємству необхідно докладати значних зусиль для збереження високого рівня фактичної рентабельності інвестованого капіталу, що за своїм значенням буде наближуватись до найкращої величини рентабельності в галузі. Розрив рентабельності інвестованого капіталу в динаміці представлено на рисунку 2.8.

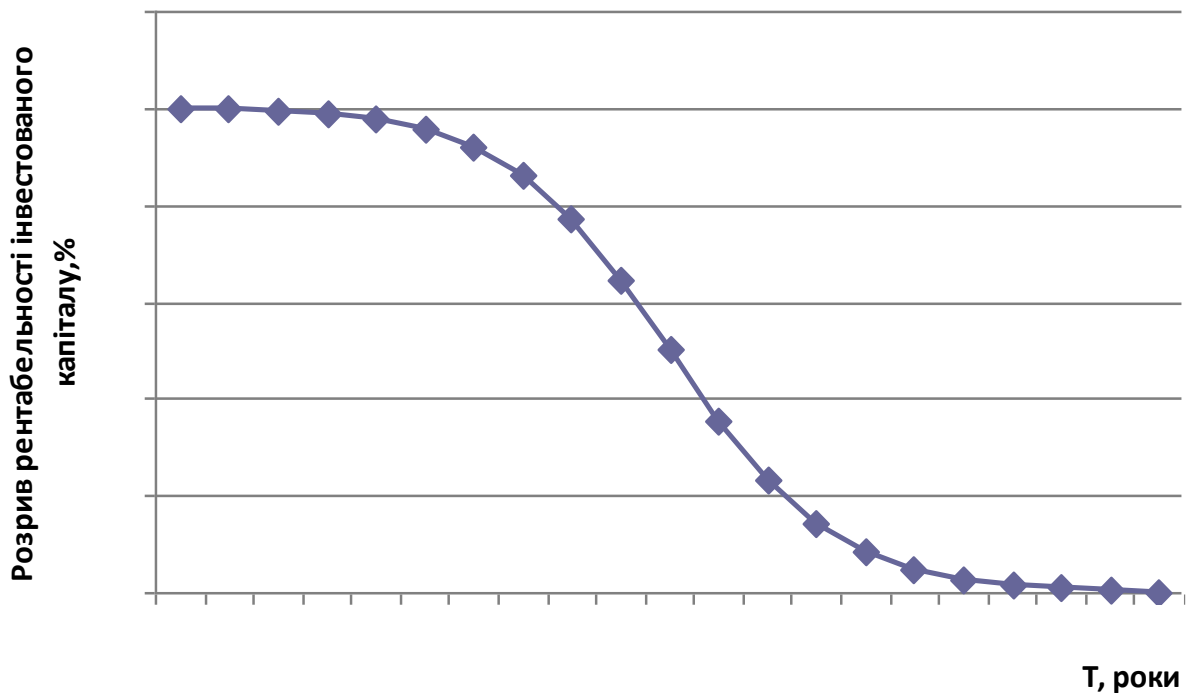


Рис. 2.8. Графічне зображення розриву ROIC у динаміці

Розрив рентабельності капіталу на поточний момент визначається як різниця між еталонним значенням рентабельності інвестованого капіталу за галуззю ($ROIC_{\max}$) та фактичним для підприємства ($ROIC_{\phi}$).

В якості еталонного значення рентабельності інвестованого капіталу в дослідженні будемо приймати її найвищий показник в галузі.

При прогнозуванні розриву рентабельності, необхідно враховувати особливості зміни галузевої рентабельності інвестованого капіталу в динаміці. Цікавим та корисним для подальшого використання є емпіричний аналіз ROIC, проведений консалтинговою компанією McKinsey [33]. У вибірку увійшли близько 7 тис. компаній США. Аналіз був проведений за тривалий період – більше 40 років (з 1963 по 2004 роки). Результати аналізу, на нашу думку, є достатньо показовими, адже досить повно характеризують особливості галузевої рентабельності капіталу та формують передумови до врахування результатів аналізу у подальшому дослідженні, зокрема з урахуванням специфіки машинобудівних підприємств.

На основі проведеного аналізу нами було зроблені наступні висновки:

1) показники прибутку та рентабельності більшості компаній, що реалізують інновації в технологіях та у виробничих процесах, є вищими за середні на початку введення інновацій і мають тенденції до поступового зростання у перспективі.

2) рівень рентабельності інвестованого капіталу в основному залежить від специфіки галузі та її внутрішньої структури. Так, наприклад, бар'єри (патенти, бренди) входження та подальшого функціонування в таких галузях, як фармацевтика або виробництво споживчих товарів знижують конкуренцію в галузі, сприяють стабільно високому рівню рентабельності інвестованого капіталу. На противагу ним, в капіталомістких, зокрема машинобудівній галузі, та сировинних галузях, де спостерігається висока конкуренція, рівень рентабельності інвестованого капіталу нижчий в цілому.

Отже, орієнтиром для порівняння показників рентабельності машинобудівного підприємства мають слугувати показники підприємств, що працюють в цій же галузі або суміжній.

3) Відмінності всередині галузі іноді бувають більш значними ніж відмінності між галузями. Так, за результатами дослідження галузі програмного забезпечення та ІТ-послуг різниця між найвищим і найнижчим показником рентабельності складала 31%, що свідчить про складну

внутрішню структуру галузі, де працює безліч різних підприємств з різною структурою та в різних конкурентних умовах. В електроенергетичній галузі розрив між найсильнішими та найслабшими підприємствами за дохідністю капіталу склав приблизно 2%. Таким чином, при порівнянні значень рентабельності підприємства з середньогалузевими необхідно, перш за все, провести детальний аналіз внутрішньої структури галузі та специфіки функціонування підприємств у ній.

Врахування зазначених особливостей динаміки значень ROIC дозволить менеджменту підприємства будувати прогнози спираючись на довгостроковий досвід інших компаній в галузі.

Машинобудівна галузь України в розрізі зазначених особливостей характеризується структурою без додаткових умов та бар'єрів для входження та функціонування в ній. Дотримання підприємствами вимог екологоорієнтованого розвитку при здійсненні виробничо-господарської діяльності може стати новим фактором зміни динаміки рентабельності інвестованого капіталу в сучасних умовах, що дозволить підвищити конкурентоспроможність підприємства і галузі в цілому.

Методичне забезпечення використання логістичної функції в процедурах оцінювання представлено на сьогодні широким переліком алгоритмів розрахунку. Однак, в умовах необхідності врахування нами екологічного фактору впливу на показники фінансово-інвестиційної, виробничо-господарської діяльності, що сприятимуть формуванню додаткової вартості підприємства, оцінювання розриву рентабельності інвестованого капіталу (GAP_{ROIC}) на основі логістичної функції пропонуємо здійснювати за формулою:

$$GAP_{ROIC_t} = GAP_{ROIC_0} \times \frac{1}{C} \times \left(1 + \frac{e^{\alpha(T-t)} - e^{-\alpha(T-t)}}{e^{\alpha(T-t)} + e^{-\alpha(T-t)}} \right), t \geq 0 \quad (2.4)$$

$$C = 1 + \frac{e^{\alpha T} - e^{-\alpha T}}{e^{\alpha T} + e^{-\alpha T}}, \alpha > 0,$$

де GAP_{ROI0} - розрив рентабельності інвестованого капіталу підприємства на початку періоду прогнозування, %;

α – параметр, що характеризує вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на рентабельність інвестованого капіталу;

t – момент часу, на який проводиться оцінка розриву;

T – економічний горизонт управління вартістю.

У наведеному нами розрахунку розриву рентабельності інвестованого капіталу що визначає характер поведінки функції розриву, є параметр, який характеризує вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на його фінансово-економічні показники, а саме на рентабельність інвестованого капіталу. Вважаємо, що розробка алгоритму розрахунку такого параметру є базовою у методичній базі оцінювання розриву.

Параметр α в логістичній функції визначає динаміку розриву рентабельності інвестованого капіталу у прогнозованому періоді. Алгоритм розрахунку параметру необхідно будувати, на нашу думку, на основі взаємозв'язку результатів екологоорієнтованої діяльності підприємства із змінами в результуючих показниках фінансово-економічної діяльності. Таким показником в теорії фінансового управління є загальний леверидж.

Метод загального левериджу в економіці використовується для ефективного управління ризиком та дохідністю підприємства. На відміну від використання окремо операційного або фінансового левериджів, загальний леверидж характеризує сукупний ризик підприємства від операційної, комерційної та фінансової діяльності [61; 88].

Визначення параметра α за методом загального левериджу дозволяє показати зміну чистого прибутку і прибутку на акцію в результаті зростання додаткового обсягу продажів від реалізації підприємством екологоорієнтованої діяльності, зокрема інвестиційного проекту з високими екологічними характеристиками.

Формула розрахунку параметру α у загальному вигляді з урахуванням здійснюваної підприємством екологоорієнтованої діяльності має вигляд:

$$\alpha = \frac{Q_e \times (P_e - v_e)}{Q_e \times (P_e - v_e) - inv_e - I}, \quad (2.5)$$

де Q_e - обсяги випуску підприємства в результаті реалізації ним екологоорієнтованої діяльності, т ;

P_e - ціна на випущену продукцію в результаті реалізації підприємством екологоорієнтованої діяльності, грн;

v_e - витрати на матеріали, сировину, експлуатаційні витрати, грн.;

inv_e - витрати на заміну обладнання, амортизаційні відрахування, податкові платежі, орендні платежі тощо, грн.;

I - обсяг кредитних платежів, грн.

З метою спрощення подальших розрахунків приведемо формулу у такий вигляд:

$$\alpha = \frac{EBIT_{III} + inv}{EBIT_{III} - I}, \quad (2.6)$$

де $EBIT_{III}$ - додатковий операційний прибуток, що виникає в результаті реалізації інвестиційного проекту з відповідними екологічними характеристиками, грн.;

inv - обсяг інвестицій у проект, грн.;

I - обсяг кредитних платежів, грн.

Значення параметру α визначає характер динаміки розриву рентабельності інвестованого капіталу та ступінь наближення величини рентабельності підприємства до найвищої рентабельності в галузі.

Так, при значеннях параметру в діапазоні $0 \leq \alpha \leq 0,05$ розрив рентабельності буде максимальним, незважаючи на поступову динаміку його зниження (рис.2.9).

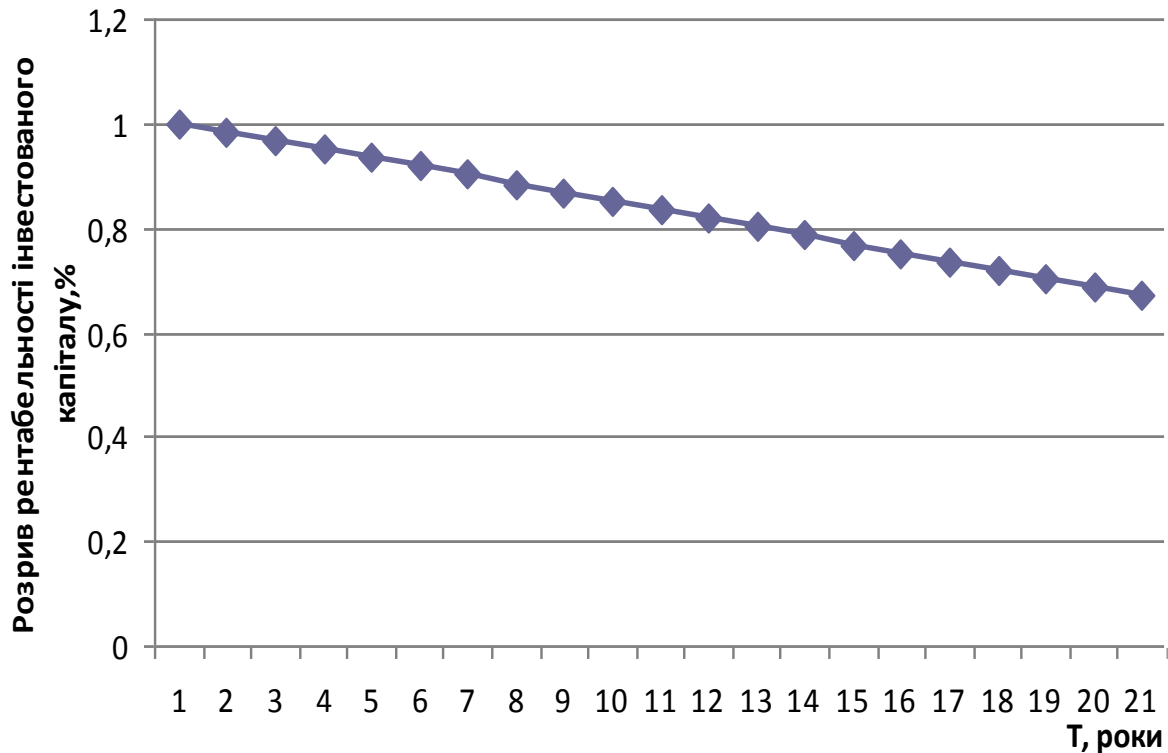


Рис. 2.9. Графічне зображення динаміки розриву рентабельності інвестованого капіталу при $0 \leq \alpha \leq 0,05$

Це пояснюється, на нашу думку, впровадженням немасштабних заходів з екологоорієнтованої діяльності, які супроводжуватимуться незначним зростанням рентабельності підприємства. Прикладом таких заходів є здійснення малого ресурсозбереження, впровадження інвестиційних проектів з невисокими екологічними характеристиками.

При значеннях $0,05 \leq \alpha \leq 0,1$ розрив рентабельності буде значно зменшуватись, динаміка його зниження характеризується більш різким характером поведінки (рис.2.10).

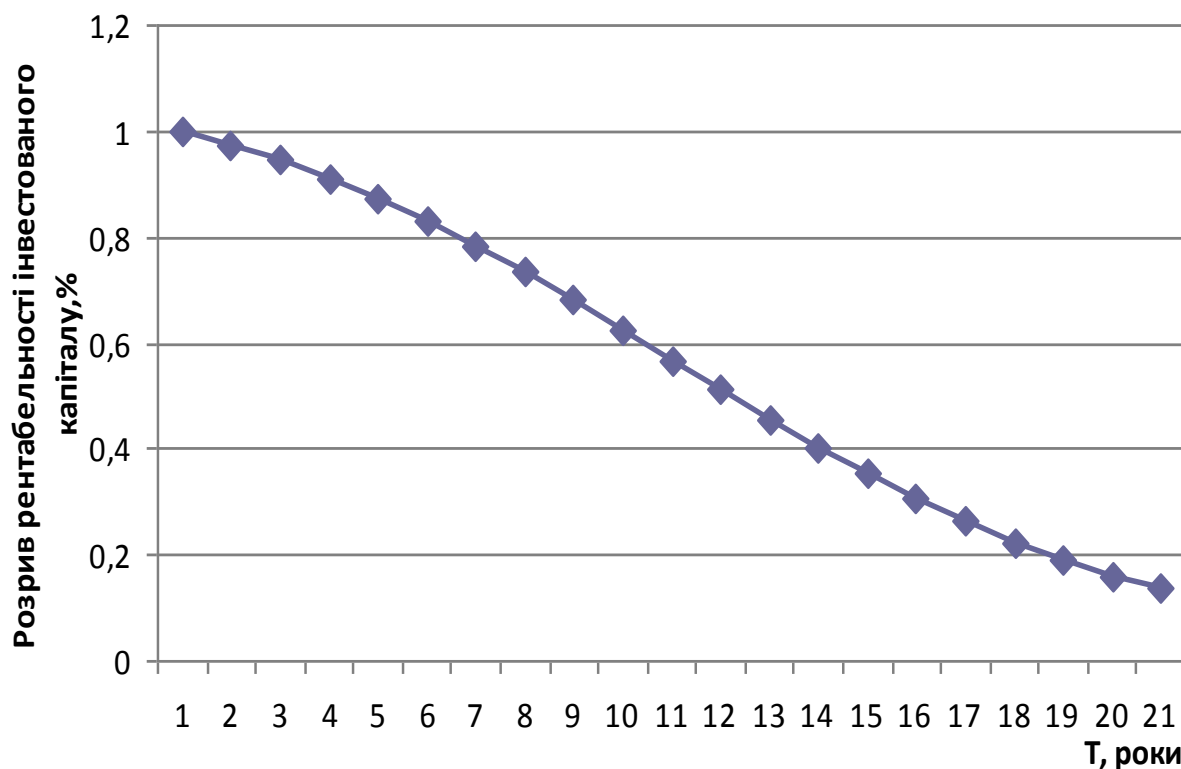


Рис. 2.10. Графічне зображення динаміки розриву рентабельності інвестованого капіталу при $0,05 \leq \alpha \leq 0,1$

Такі прогнозовані значення величини вартісного розриву можливі при впровадженні підприємствами масштабних інвестиційних проектів з високими екологічними характеристиками (велике ресурсозбереження, модернізація, оновлення обладнання).

Нарешті при розширенні напрямів виробничої діяльності, відкритті нової лінії виробництва, зокрема випуску екологічної продукції, на підприємство в майбутньому очікують стрімке зростання його рентабельності, що дозволить скорити в короткостроковому періоді розрив рентабельності інвестованого капіталу (рис. 2.11).

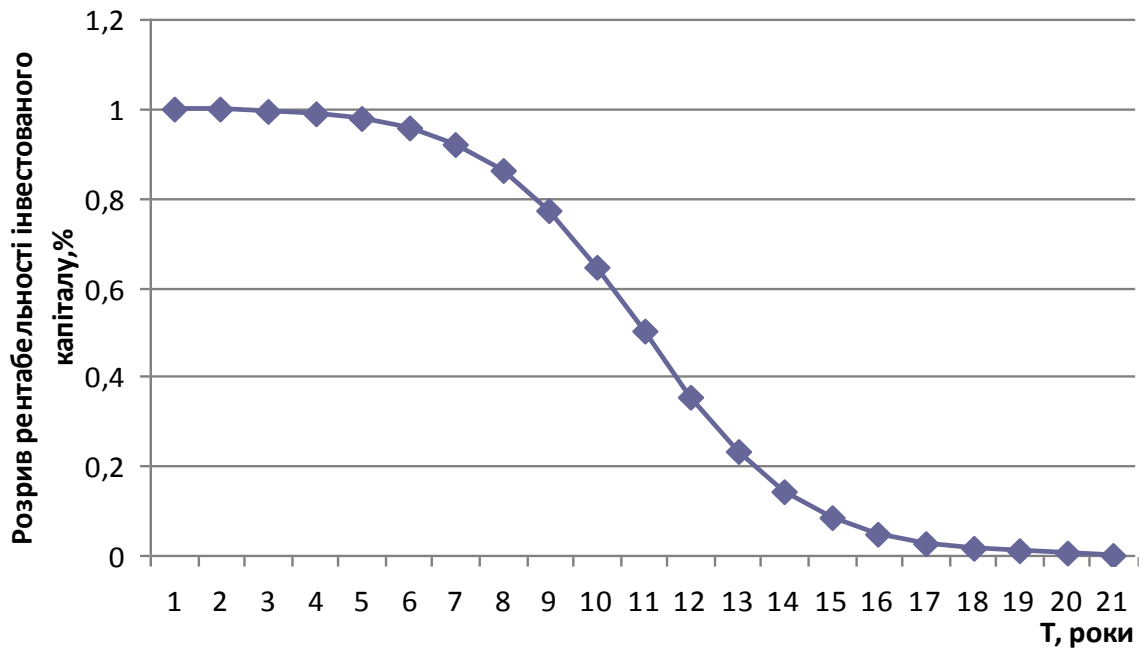


Рис. 2.11. Графічне зображення динаміки розриву рентабельності інвестованого капіталу при $\alpha \geq 0,1$

Таким чином, запропонований нами науково-методичний підхід до прогнозування динаміки розриву рентабельності інвестованого капіталу підприємства базується на використанні логістичної функції, характер якої визначається параметром α . Параметр α нами розраховується на основі показника загального левериджу з урахування екологічних характеристик, здійснюваних підприємством заходів у виробничо-господарській та інвестиційній діяльності.

Подальшого дослідження потребує розробка методичного інструментарію оцінювання розриву середньозваженої вартості капіталу.

2.4 Розрив середньозваженої вартості капіталу: оцінка та використання

Управління вартістю на основі методу вартісного розриву вимагає його оцінювання, що відповідно до викладених пропозицій передбачає

оцінювання розриву середньозваженої вартістю капіталу (WACC) як одного з факторів економічної доданої вартості.

Передумовою формування оціночної бази розриву WACC слугує дослідження специфіки використання методу WACC у вартісному аналізі.

Традиційно в моделях вартісної оцінки показник WACC використовується в якості бар'єрної дохідності інвестованого капіталу [45; 111]. Середньозважена вартість капіталу слугує критерієм створення вартості: вважається, якщо вона нижче фактичної дохідності капіталу, тоді вартість підприємства створюється, якщо ж вище – то руйнується.

Таким чином, досягнення мінімального рівня такої бар'єрної ставки розширює можливості підприємства до здійснення ефективних інвестицій, перетворює його інвестиційну політику на більш гнучку, знижує відтоки грошових коштів та сприяє зростанню вигід для власників.

Відтак, вартість капіталу підприємства виступає важливим стратегічним фактором вартості бізнесу. Незважаючи на те, що значення WACC варіює в досить вузькому діапазоні, його зниження всього на 1 % в абсолютному вираженні сприяє зростанню вартості компанії на приблизно 10% (рис.2.12) [45].

Вартість капіталу суб'єкта господарювання пов'язана з формуванням структури такого капіталу. Її оцінювання супроводжується рядом складнощів. По-перше, при аналізі пропорцій різних видів ресурсів на основі виключно фінансової звітності не враховуються умови сучасної фінансової аналітичної моделі. По-друге, поряд з кількісними оцінками визначення оптимальної структури капіталу постає необхідність їх доповнення якісним експертним аналізом визначення набору макро- та мікрофакторів, що впливають на вибір політики фінансування.

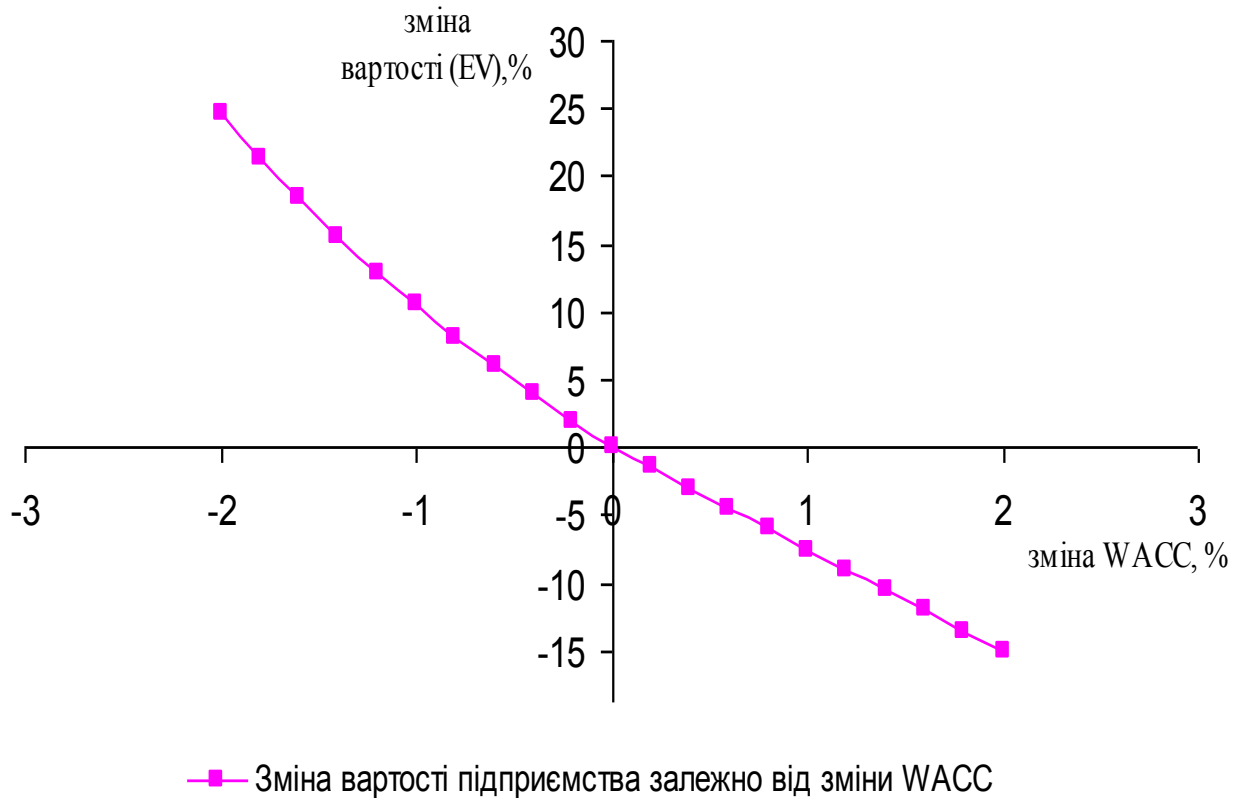


Рис. 2.12. Чутливість зміни вартості компанії до зміни WACC [45]

Проведений нами аналіз досліджень вчених-економістів [41; 52; 68; 102] показав, що оптимальна структура капіталу компанії і її схильність до запозичення складається під впливом низки чинників, які можна об'єднати в дві групи: мікрочинники, що визначаються на рівні конкретного підприємства, та макрочинники, вплив яких спостерігається на рівні економіки чи галузі.

До основних чинників макроаналізу можна віднести такі:

а) якісні фактори впливу:

- інвестиційна політика держави, урядова політика кредитування і надання кредитних гарантій;
- стадія розвитку галузі, економіки країни та світової економіки;
- особливості і традиції фінансування підприємств в різних країнах;
- доступність зовнішніх ринків капіталів;

- екологічна політика держави, орієнтація на досягнення екологічно сталого розвитку, зокрема раціонального природокористування.

б) кількісні фактори впливу:

- кон'юнктура фінансового ринку, рівень кредитної процентної ставки;
- рівень оподаткування прибутку і, відповідно, привабливість податкового щита;
- рівень запозичень у компаній-аналогів тієї ж галузі економіки;
- рівень збитків від забруднення навколишнього природного середовища.

До чинників, які визначаються на мікрорівні, можна віднести:

а) якісні фактори впливу:

- наявність резерву (потенціалу) залучення капіталу для фінансування оборотних активів та фінансова гнучкість;
- рівень концентрації власного капіталу серед власників, наявність ефективного власника;
- агентські відносини у компанії між власниками і менеджерами;
- кваліфікація і моральні якості менеджерів;
- відносини між кредиторами та власниками;
- загроза поглинання компанії, втрата контролю старими власниками;
- стадія життєвого циклу підприємства;
- вибрана політика управління фінансуванням компанії;
- цілі залучення довгострокового капіталу;
- наявність стратегічного інвестиційного плану розвитку;
- вибрана дивідендна політика;
- конкуренція між підприємствами через якість виробленої продукції.

б) кількісні фактори впливу:

- рівень виробничого (операційного) ризику;
- рівень фінансового ризику, ступінь фінансової стійкості компанії, її кредитний рейтинг;
- рівень ліквідності активів компанії;

- частка матеріальних активів (або зворотно пропорційні їй витрати банкрутства);
- рівень внутрішніх резервів у вигляді нерозподіленого прибутку, резервів або поточного прибутку;
- динаміка (волатильність) рентабельності операційної діяльності;
- рентабельність капіталу компанії у стратегічній перспективі;
- темпи приросту обсягу реалізації продукції;
- частка короткострокової заборгованості протягом економічного циклу;
- структура позикового капіталу (співвідношення довгострокових і короткострокових зобов'язань);
- динаміка і рівень потоку грошових коштів;
- питомі витрати на фінансування, зворотно пропорційні розміру підприємства;
- капіталоємність виробленої продукції;
- рівень екологічного ризику, та його вплив на ймовірність фінансових втрат.

У результаті проведеного аналізу чинників, що впливають на формування структури капіталу та його вартість, можна зробити такі висновки:

1) в умовах зростання ролі нефінансових факторів, зокрема факторів екологічного характеру, постає необхідність урахування таких факторів при оцінюванні та прогнозуванні величини вартості капіталу;

2) на різних етапах розвитку компанії і ринку ті чи інші групи факторів можуть відігравати більшу чи меншу роль у формуванні оптимальної структури капіталу підприємства. Тому, можна стверджувати, що розглянуті нами фактори структури капіталу не є взаємовиключним, а скоріше взаємодоповнюючими при функціонуванні підприємств в умовах екологічно сталого розвитку.

Отже, можна стверджувати, що в основі формування підходу до оцінювання вартісного розриву WACC лежить завдання урахування впливу як фінансово-економічних факторів, так і факторів екологічного фактору на вартість капіталу. Існуючі на сьогодні кількісні методи оцінки вартості як власних, так і кредитних ресурсів не враховують фактори вартості екологічного характеру.

Перспективним для урахування екологічної складової при оцінюванні витрат на борговий капітал підприємств, що мають вихід на міжнародні ринки, є, на нашу думку, підхід на основі кредитних рейтингів. Однак, лише незначна частка вітчизняних машинобудівних підприємств-емітентів мають можливість функціонувати на міжнародних ринках. Крім того, відсутність достатньої статистики та незначний фактичний діапазон рейтингів (від CC до BB+ за шкалою Standard&Poors) ускладнюють визначення найбільш ймовірного кредитного рейтингу за міжнародною шкалою та відповідну процентну ставку за різним рівнем боргу. Зважаючи на це, постає необхідність формування універсального підходу до урахування факторів вартості екологічного характеру в оцінці вартості капіталу.

Розроблення методичного інструментарію оцінювання та прогнозування розриву WACC пропонуємо здійснювати на основі дослідження характеру поведінки величини вартості капіталу в динаміці, проведеного ученими Гонконзького університету науки і технологій (Н. Ким і В. Махаям) спільно з ученими Техаського університету (Р. Сриваставою) [175]. Запропонований авторами підхід до оцінки вартості капіталу ґрунтується на життєвому циклі організації (ЖЦО). На думку учених, чим більше років з моменту створення компанії пройшло, тим нижче буде вартість її капіталу. Учені пояснюють таку динаміку середньозваженої вартості капіталу стійкістю підприємства, що постійно зростає в часі, до впливу різного роду зовнішніх чинників на показники його діяльності, таких як: розмір ринку, частка підприємства на ринку, міра конкуренції тощо.

Проте, у вказаному підході разом з фінансовими чинниками, на нашу думку, повинні враховуватися і нефінансові чинники. Так, дотримання підприємством принципів соціальної та екологічної відповідальності у своїй діяльності позитивно впливатиме на його фінансово-економічні показники. Можна прогнозувати підвищення інвестиційної привабливості внаслідок зростання ефективності операційної діяльності, оновлення технологічного процесу, випуску екологічної продукції тощо. Також з часом можна очікувати на підвищення довіри кредиторів і інвесторів, і на можливі позитивні зміни у розмірах і умовах кредитування, що поступово відіб'ється на зниженні вартості капіталу.

Отже, зважаючи на довгостроковий характер результатів прояву екологоорієнтованої діяльності підприємства, вважаємо, що характер залежності розриву середньозваженої вартості капіталу буде аналогічним тому, що описано у роботі [175] для показника WACC залежно від стадії життєвого циклу підприємства, проте визначатися специфічним параметром, підхід до визначення якого буде викладено нижче.

Динаміка розриву вартості капіталу на економічному горизонті управління вартістю представлена на рисунку 2.13.

В основі оцінювання вартісного розриву WACC лежить порівняння фактичних значень вартості капіталу ($WACC_{\phi}$) з еталонними ($WACC_{\min}$). У якості еталонного значення вартості капіталу ми пропонуємо використовувати мінімальне за галуззю, яким традиційно є вартість довгострокових кредитів.

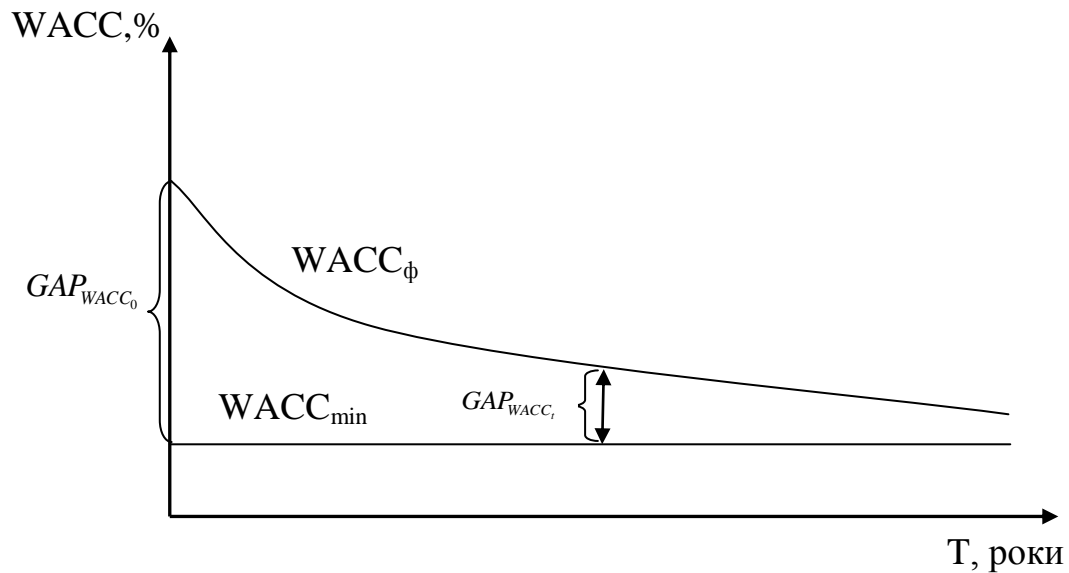


Рис. 2.13. Динаміка розриву WACC на економічному горизонті управління

Розглядаючи функцію залежності розриву середньозваженої вартості капіталу від часу як безперервну, розрив за вартістю капіталу на момент t можна визначити за формулою 2.7:

$$GAP_{WACC_t} = GAP_{WACC_0} \times e^{-rT}, \quad (2.7)$$

де GAP_{WACC_t} – розрив середньозваженої вартості капіталу підприємства, розрахований на момент t , %;

GAP_{WACC_0} - розрив середньозваженої вартості капіталу підприємства на початку періоду прогнозування, %;

t - момент часу, на який проводиться оцінка вартості капіталу;

r - параметр екорелевантності, який характеризує взаємозв'язок між вартістю капіталу підприємства та найбільш визначними (ключовими) факторами екологічного характеру;

T - економічний горизонт управління.

Параметр екорелевантності, на нашу думку, відіграє ключову роль при прогнозуванні розриву середньозваженої вартості капіталу, оскільки відображає вплив факторів вартості екологічного характеру на характер і динаміку вартості капіталу. В основі визначення параметру екорелевантності лежить виявлення ризиків та додаткових ефектів для підприємства від проведення ним заходів екологічного характеру.

В якості параметра r нами запропоновано розглядати безперервну ставку, що урівноважує приведені на поточний момент часу втрати вартості, що визначаються екологічними характеристиками інвестиційного проекту і можуть виникати в результаті його впровадження, та ефекти від реалізації інвестиційного проекту (чиста майбутньої вартості грошових потоків).

Логіка приведення втрат вартості на поточний момент полягає в тому, що для підприємства такі втрати вартості є більш значущими на поточний момент прийняття рішень про інвестиційний проект. Позитивні ефекти від реалізації інвестиційних проектів, зокрема екологічного спрямування, характеризуються тим, що в основному мають місце в довгостроковій перспективі, чим і пояснюється їх оцінювання на майбутній період.

Формалізоване представлення урівноваження чистої майбутньої вартості грошових потоків та приведених втрат вартості представлено у вигляді:

$$PV(FED) = NFV \times e^{-rT}, \quad (2.8)$$

де NFV - чиста майбутня вартість грошових потоків від реалізації інвестиційного проекту;

$PV(FED)$ - сумарні втрати вартості, приведені до поточного моменту, що можуть виникати в результаті впровадження інвестиційного проекту, та обумовлені його екологічними характеристиками;

T - економічний горизонт управління вартістю.

Звідси величина параметру r визначатиметься за формулою:

$$r = \frac{-(\ln \frac{PV(FED)}{NFV})}{T} \quad (2.9)$$

Розрахунок приведених втрат вартості пропонуємо здійснювати за формулою:

$$PV(FED) = \sum_{t=1}^T \frac{\gamma \times Z_t \times CF_t \times p_t}{(1+i)^t}, \quad (2.10)$$

де γ_t - частка вартості, втрачена в результаті втрати фінансової стійкості в t-му періоді;

T - економічний горизонт управління вартістю;

Z_t - інтегральний показник фінансового стану підприємства;

CF_t - грошовий потік у t-му періоді;

p_t - ймовірність втрат вартості від реалізації інвестиційного проекту, обумовлена екологічними характеристиками цього проекту;

i - ставка дисконтування.

Врахування показника фінансового стану при визначенні приведених втрат вартості дозволить підприємству контролювати свої фінансові можливості. Розрахунок величини базового інтегрального показника фінансового стану підприємства в роботі будемо здійснювати за методом багатофакторного дискримінантного аналізу згідно із затвердженим Порядком проведення оцінки фінансового стану бенефіціара [72]. Модель оцінки фінансового стану для підприємств переробної промисловості секції D, до яких належать машинобудівні підприємства згідно КВЕД, має вигляд:

$$Z = 0,025 \times K_1 + 1,9 \times K_3 + 0,45 \times K_6 + 1,5 \times K_8 + 0,03 \times K_9 - 0,5 \quad (2.11)$$

де K_1 - коефіцієнт покриття;

K_3 - коефіцієнт фінансової незалежності;

K_6 - коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості;

K_8 - коефіцієнт рентабельності продажів за фінансовими результатами від звичайної діяльності;

K_9 - коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком.

Показники γ_t та p_t можуть прийматися незмінними за роками. Тому з метою спрощення подальших розрахунків величину грошових потоків у прогнозованому періоді виразимо через еквівалентний ануїтет, що характеризує їх усереднене за роками значення. Тоді формула 2.12 матиме такий вигляд:

$$PV(FED) = \gamma \times Z \times EA \times p \times \frac{1 - (1+i)^{-t}}{i}, \quad (2.12)$$

де EA - еквівалентний ануїтет інвестиційного проекту.

Визначення розміру частки вартості, недоотриманої в результаті втрати підприємством у майбутньому фінансової стійкості, залежить від галузевих особливостей компанії та будується на основі емпіричних прогнозів [24]. При практичних розрахунках оцінка втрати вартості здійснюється на основі галузевої статистики падіння капіталізації через наявні фінансові складнощі. Для підприємств машинобудівної галузі показник γ_t оцінюється на рівні 25% [27].

Ключовим параметром при оцінюванні втрат вартості від реалізації інвестиційного проекту, що дозволяє оцінити екологічні характеристики такого проекту, виступає ймовірність втрат вартості p_t .

Ранжування проектів залежно від величини показника ймовірності втрат вартості p_t , що визначається екологічними характеристиками проекту, пропонуємо здійснювати на основі діючих на сьогодні вимог Міжнародної

фінансової корпорації до фінансування інвестиційних проектів підприємств-клієнтів (табл.2.4).

Таблиця 2.4

Ранжування проектів залежно від ймовірності втрат вартості в результаті реалізації проекту (складено на основі [124]).

Категорія проекту	Діапазон величини ймовірності втрат	Характеристика проекту
Проекти категорії А	[0,8 - 1]	Інвестиційний проект, що не передбачає врахування екологічного фактору при його впровадженні, характеризується високим рівнем несприятливого впливу на навколишнє середовище (типовий комерційний проект), масштабний за обсягами, необоротний за наслідками
Проекти категорії В	[0,5 - 0,8)	Інвестиційний проект, що характеризується високим рівнем несприятливого впливу на навколишнє середовище, менш масштабний за обсягами, стосується території реалізації проекту
Проекти категорії С	[0 - 0,5)	Інвестиційний проект, за якого наслідки несприятливого впливу на НС мінімальні або відсутні, можливі заходи з боку підприємства в напрямку екологоорієнтованої діяльності.

Так, Міжнародна фінансова корпорація, що входить до Групи Світового Банку і функціонує за принципами Політики соціальної та екологічної сталості [167] та Стандартами діяльності, націлена в своїй діяльності на забезпечення соціальної та екологічної сталості проектів, які фінансує [168]. Політика соціальної та екологічної сталості та Стандарти діяльності визначають загальний спектр вимог та обмежень до проектів, прийнятих до розгляду корпорацією. На їх основі корпорацією розроблена категоризація проектів, що є невід'ємною частиною процесу екологічної оцінки проектів. Залежно від ступеня впливу інвестиційного проекту на суспільство та навколишнє середовище проекти належать до однієї з трьох категорій: А, В або С.

З метою використання такої категоризації проектів для вітчизняних машинобудівних підприємств нами визначено перелік екологічних характеристик проекту, експертна оцінка яких дозволяє класифікувати проекти підприємства. До таких характеристик належать:

1) загальні по підприємству екологічні характеристики: прозорість і відкритість інформації про екологічні показники та екологічну ефективність діяльності підприємства; рівень КСВ; екологічні інновації; екологічна експертиза; екологічний контроль та аудит та ін.;

2) специфічні для підприємства екологічні характеристики (наприклад для підприємств галузі насособудування): екологічне маркування; рівень шумів; вібрація; заощадження газу, електроенергії; оплата за опалення і гаряче водопостачання; собівартість обслуговування обладнання; показники викидів CO і NO_x; рівень забруднення стічних вод, відходи виробництва; споживання природного газу; теплові витрати та ін.

Визначення ймовірності втрат за проектом залежно від його екологічних характеристик здійснюється на основі присвоєння балів експертами за 5-ти бальною шкалою: екологічні характеристики проектів від 1 до 3 балів відноситимуться до несприятливих, від 4 до 5 балів – до сприятливих.

Ймовірність втрат вартості ($p(M_2)$) від реалізації інвестиційного проекту знаходимо за класичною схемою введення умовної ймовірності для визначення ймовірності несприятливої події:

$$p(M_2) = (M - M_1 - 1) \div (M - 1), \quad (2.13)$$

де M - загальна кількість екологічних характеристик проекту;

M_1 - кількість сприятливих екологічних характеристик проекту;

M_2 - кількість несприятливих екологічних характеристик проекту;

Залежно від ймовірності втрат вартості, зумовлених відповідними екологічними характеристиками проекту, WACC матиме різний характер поведінки в прогнозованому періоді (рис.2.14, рис.2.15, рис.2.16).

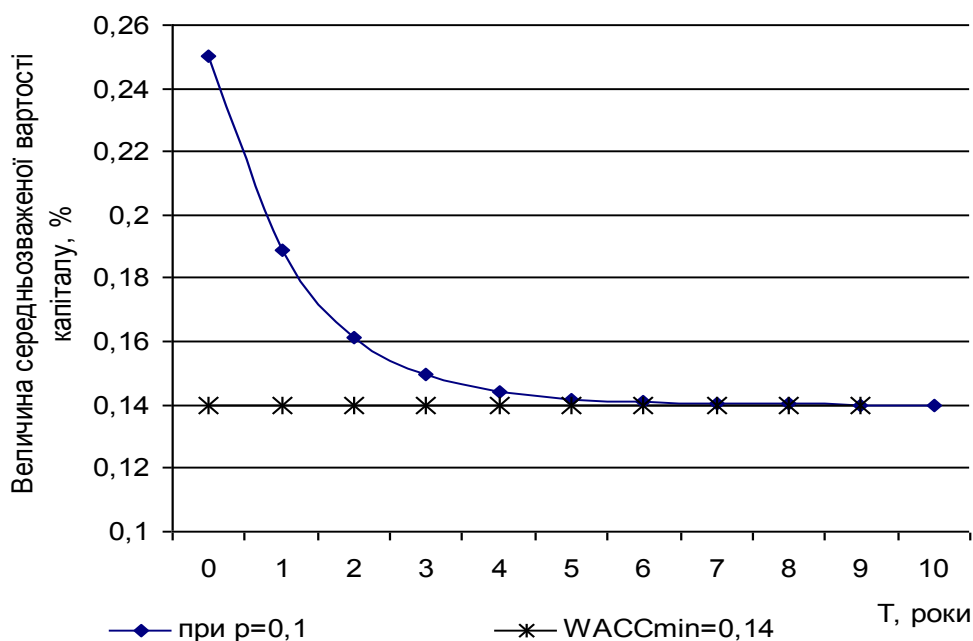


Рис. 2.14. Графічне представлення динаміки вартості капіталу у прогнозованому періоді при $p = 0,1$

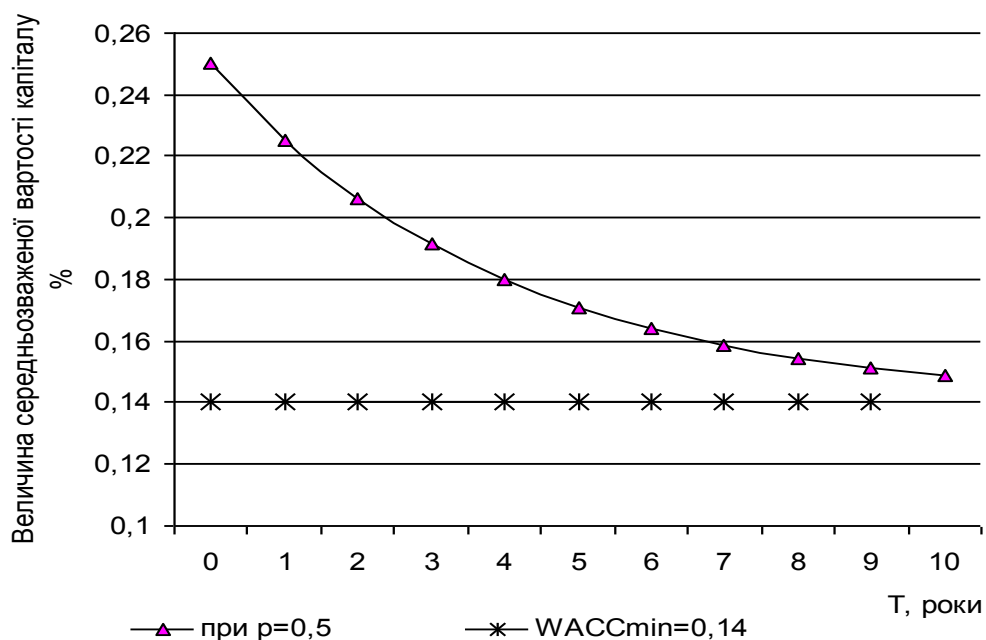


Рис. 2.15. Графічне представлення динаміки вартості капіталу у прогнозованому періоді при $p = 0,5$

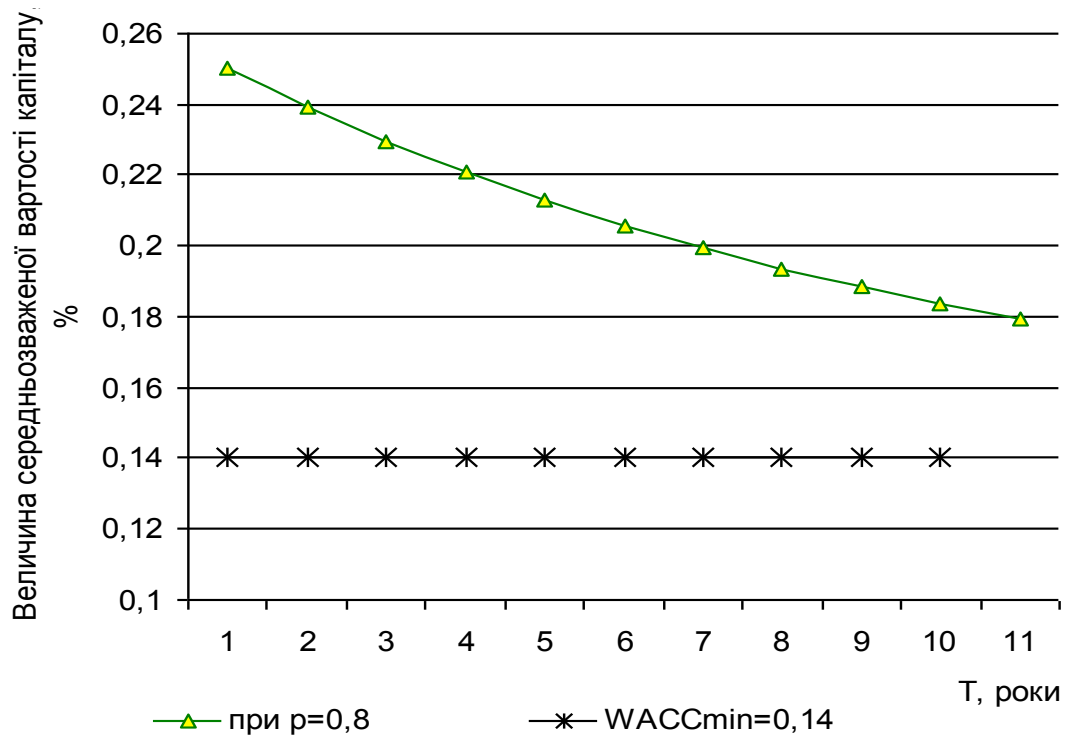


Рис. 2.16 Графічне представлення динаміки вартості капіталу у прогнозованому періоді при $p = 0,8$

Для інвестиційних проектів з низькими екологічними характеристиками та відповідно – високим рівнем небезпеки для навколишнього природного середовища, тобто при $0,8 \leq p \leq 1$, характерні: тривалий термін процесу мінімізації вартісного розриву та достатньо незначні його зміни в напрямку зниження в перші роки.

При $0,5 \leq p \leq 0,8$ зниження вартісного розриву за індикатором вартості капіталу здійснюється не так повільно, як в першому варіанті, але характеризується ще досить незначними змінами в перші роки.

Якщо інвестиційний проект має високі екологічні характеристики, тобто при $0 \leq p \leq 0,5$, величина вартісного розриву буде спрямовуватись до мінімуму більш швидшими темпами та за відносно нетривалий період часу.

Таким чином, запропонований нами науково-методичний підхід до оцінки розриву середньозваженої вартості капіталу в прогнозованому періоді дозволяє на основі оцінки екологічних характеристик інвестиційного проекту

визначити величину та спрогнозувати поступове наближення вартості капіталу підприємства до мінімального значення таких витрат за галуззю.

Визначення величини вартісного розриву в загальному вигляді та окремо за кожним фактором дозволить підприємству сформулювати основні напрями підвищення ефективності діяльності у розрізі всіх механізмів управління вартістю на основі мінімізації розриву. Тому подальшого дослідження потребує визначення ролі та місця методу вартісних розривів в механізмах вартісно-орієнтованого управління.

Висновки до розділу 2

1. Виходячи з того, що в основі управління вартістю лежить управління факторами вартості, в роботі обґрунтовано розширення їх переліку та виділення поряд з факторами вартості фінансово-економічного характеру факторів вартості екологічного характеру, поява яких зумовлена врахуванням впливу екологічного чинника. Під факторами вартості екологічного характеру пропонується розуміти характеристики діяльності підприємства, що відображаються у впливі на довкілля, та характеристики зовнішнього середовища, зумовлені екологічними трансформаціями, що впливають на зміну вартості підприємства опосередковано через взаємодію з факторами вартості фінансово-економічного характеру.

2. З метою подальшого урахування факторів вартості екологічного характеру при здійсненні вартісно-орієнтованого управління підприємством визначено їх характерні ознаки: міжрівнева форма дії, стратегічний характер дії, взаємозв'язок та взаємозалежність з фінансово-економічними показниками вартості. Запропоновано класифікацію факторів вартості екологічного характеру за такими класифікаційними ознаками: за відношенням до підприємства – на зовнішні та внутрішні; за можливістю управління факторами – на керовані та некеровані; за характером прояву у

часі – на фактори поточного впливу та відтермінованої дії; за переважним проявом впливу – на фактори, вплив яких проявляється через зміну показників операційної, інвестиційної та фінансової діяльності; за рівнем релевантності – на релевантні і нерелевантні для підприємства певної галузі чи виду діяльності.

3. На основі дослідження взаємозв'язку між факторами вартості екологічного характеру та факторами вартості фінансово-економічного характеру, що зокрема проявляється через додаткові ефекти поточного та стратегічного характеру, запропонована структурно-логічна схема формування додаткової вартості підприємства за умови здійснення ним екологоорієнтованої діяльності. В основу цієї схеми покладено ланцюг "фактори – ефекти – вартість". Отримання підприємством додаткових ефектів в разі реалізації ним екологоорієнтованої діяльності пов'язано із задоволенням потреб окремих груп стейкхолдерів. Використання цієї схеми у процесі управління створює інформаційну базу для менеджерів підприємства, стимулює їх до пошуку шляхів збільшення вартості у площині впливу факторів вартості екологічного характеру.

4. Обґрунтовано, що від позиції підприємства – урахування або ігнорування екологічного чинника в процесі вартісного управління залежить рівень збалансованості інтересів зацікавлених сторін та відповідно його потенційні конкурентні переваги. Серед основних конкурентних переваг, що формуються для підприємства за умов дотримання ним принципів соціальної та екологічної відповідальності виділено: зниження стейкхолдерського ризику; впровадження інновацій; підвищення продажів, ринкової вартості; покращення репутації; розширення ринків та можливостей (нові товари); задоволення споживачів (підвищення цінності бренду).

5. Для аналізу впливу факторів вартості екологічного характеру на вартість підприємства запропоновано використовувати геп-аналіз. Основою проведення геп-аналізу вартості підприємства є вартісний розрив, який запропоновано розглядати як потенційну втрату вартості, зумовлену вибором

підприємством стратегії розвитку з відповідними екологічними характеристиками. Проаналізовані фактори вартісного розриву в розрізі інвестиційної, операційної, фінансової діяльності підприємства відображають зони формування потенційних можливостей збільшення вартості підприємства за рахунок здійснення ним екологоорієнтованої діяльності.

6. Оцінювання та прогнозування загального розміру вартісного розриву запропоновано здійснювати на базі моделі EVA окремо за кожним фактором розриву та визначати як суму розриву рентабельності інвестованого капіталу та розриву середньозваженої вартості капіталу, розрахованими за економічний горизонт управління вартістю (період реалізації інвестиційного проекту). Вибір моделі EVA пояснюється можливістю урахування всіх витрат на ведення бізнесу (фактичних і альтернативних), можливістю коригування бухгалтерських даних, що дозволяє враховувати галузеву специфіку.

7. З метою використання вартісного розриву в управлінні вартістю запропоновано формувати профіль вартісного розриву, що дозволяє ідентифікувати на економічному горизонті управління вартістю підприємства інтервал застосування важелів операційної діяльності та інтервал застосування важелів фінансово-інвестиційної діяльності, використання яких мінімізує вартісний розрив у процесі реалізації підприємством стратегії розвитку з відповідними екологічними характеристиками.

8. Для оцінювання розриву рентабельності інвестованого капіталу підприємства у динаміці обґрунтовано застосування логістичної функції, вигляд якої визначає параметр, що характеризує вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на рентабельність інвестованого капіталу. Обґрунтовано розрахунок цього параметру базувати на основі показника загального левериджу. При прогнозуванні вартісного розриву рентабельності інвестованого капіталу, в роботі визначені особливості галузевої рентабельності інвестованого капіталу в динаміці.

9. На базі дослідження залежності середньозваженої вартості капіталу підприємства від здійснюваної ним політики екологічної відповідальності запропоновано модель, що характеризує зміну величини вартісного розриву за середньозваженою вартістю капіталу у часі, в основу якої покладено параметр екорелевантності. Ключовим індикатором при оцінюванні втрат вартості від реалізації інвестиційного проекту, залежно від його екологічних характеристик слугує ймовірність таких втрат p_t . Виявлено, що величина ймовірності втрат вартості визначає характер поведінки вартісного розриву за фактором WACC в динаміці.

Основні положення цього розділу були опубліковані автором у працях [128; 132; 134; 135; 192; 193].

РОЗДІЛ 3

МЕТОДИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВИКОРИСТАННЯ МЕТОДУ ВАРТІСНОГО РОЗРИВУ В МЕХАНІЗМАХ УПРАВЛІННЯ МАШИНОБУДІВНИМ ПІДПРИЄМСТВОМ

3.1 Роль і місце методу вартісного розриву в механізмах вартісно-орієнтованого управління підприємством

Удосконалення методичного апарату вартісного управління на основі методу вартісного розриву, зумовлює подальше визначення його ролі і місця у механізмах вартісно-орієнтованого управління підприємством. Зважаючи на те, що вартісно-орієнтований менеджмент є комплексною системою управління організацією, вплив факторів екологічного характеру необхідно враховувати в розрізі кожної складової системи управління, розглядаючи її як окремий механізм управління вартістю.

В основі удосконалення існуючих механізмів управління вартістю машинобудівних підприємств лежить підвищення ефективності їх функціонування в сучасних умовах господарювання, зокрема забезпечення відповідності методів та інструментів вартісного управління на підприємстві новим тенденціям та вимогам.

Вартісно-орієнтоване управління, прийняте як основа фінансового менеджменту на підприємстві, вимагає визначення основних задач та вимог, що постають перед системою фінансового управління відповідно до сучасних умов господарювання.

Ефективність системи фінансового менеджменту суб'єкта господарювання визначається його спроможністю своєчасно реагувати на зміни умов зовнішнього економічного середовища в умовах асиметрії інформації на фінансовому ринку, посилення конкуренції за ресурси та ринки збуту тощо. Об'єктивним є той факт, що вимоги до побудови ефективної

системи фінансового менеджменту на підприємстві сьогодні диктуються динамічністю економічних процесів: глобалізаційними тенденціями, темпами інноваційного розвитку, неекономічними (соціальними, екологічними) факторами, що у комплексі визначають напрями розвитку системи фінансового менеджменту в цілому та окремих її складових.

Сучасний фінансовий менеджмент є складною управлінською системою, передбачає впровадження принципово нових форм і методів фінансової роботи, використання механізмів фінансового ринку.

Враховуючи досягнення управлінської науки та прогресивні перетворення у практиці фінансового управління зарубіжних та вітчизняних підприємств можна говорити, що на сучасному етапі фінансовий менеджмент може гнучко реагувати на зміну пріоритетів розвитку економічних суб'єктів, і тим самим формувати якісно нову систему цілеспрямування компаній. Саме з цих позицій у загальній системі управління підприємством він відіграє ключову роль щодо забезпечення ефективності господарювання економічних суб'єктів.

Перед тим як викласти переваги, які забезпечує використання методу вартісного розриву, зупинимось на аналізі найбільш актуальних проблем та завдань, що стоять перед сучасним фінансовим менеджментом підприємства.

Як показано нами у пп.1.2, фінансовий менеджмент як самостійний напрям фінансової науки пройшов ряд історичних етапів, в процесі яких поступово формувалось і розширювалось коло поставлених перед ним проблем та поглиблювався методологічний апарат дослідження.

Процеси історичного розвитку зумовили формування цілого ряду проблемних питань фінансового менеджменту у світовій практиці [114; 121]. Основними з них, які стосуються безпосередньо фінансового менеджменту підприємства можна вважати:

- 1) забезпечення прозорості, об'єктивної фінансової та нефінансової інформації про діяльність суб'єктів господарювання;

2) удосконалення методів стратегічного менеджменту, зокрема формування методологічних основ розробки фінансової стратегії підприємства;

3) необхідність розроблення апарату оцінки корпоративного управління, соціальної, в тому числі й екологічної, відповідальності бізнесу.

4) удосконалення методів управління недиверсифікованими фінансовими ризиками.

Світовий досвід показує, що завдання фінансового менеджменту концентруються, в основному, на вирішенні проблем, пов'язаних з фінансовими ринками, сучасний рівень розвитку яких характеризується широким переліком фінансових активів та інструментів. Проте пріоритетність завдань поступово зміщується з фінансових чинників розвитку корпорацій до нефінансових, які у найбільш загальному визначенні характеризуються як підвищення соціальної відповідальності бізнесу (поширення соціально орієнтованого інвестування, «зелених» інвестицій тощо), тобто відбувається переосмислення ролі окремих завдань та принципів корпоративного управління.

Фінансовий менеджмент на пострадянському просторі з'явився як наука лише на початку ХХ століття, його розвиток можна визначити як непослідовний. Сьогодні рівень вітчизняного фінансового управління є нижчим, ніж у розвинених країнах світу. Серед найбільш актуальних проблем сучасного фінансового менеджменту на вітчизняних підприємствах виділяють такі [39; 121]:

- короткострокова орієнтація системи фінансового менеджменту, зосередження на тактичному управлінні;

- нерівномірний розвиток фінансового менеджменту на підприємствах (більш успішні великі підприємства використовують в своїй діяльності американські чи європейські підходи до управління фінансами; підприємства, що дотепер долають складнощі ринкових перетворень, схиляються до вітчизняних методик фінансового менеджменту);

- відсутність чіткого розмежування підходів до управління фінансами на підприємствах, що є різними за формою організації бізнесу та видами діяльності (для торгівельних, сільськогосподарських, промислових підприємств);

- відсутність єдиної методики визначення фінансового стану (через запозичення різних підходів світового досвіду);

- суперечливість та недосконалість законодавчої та нормативної бази щодо здійснення фінансово-господарської діяльності суб'єктами господарювання;

- неадаптованість системи обліку та звітності до вирішення завдань фінансового управління, що призводить до формування суб'єктивної інформації та підвищує ймовірність неврахування деяких зовнішніх ризиків.

Вирішення широкого кола проблемних питань, що постають на сьогодні перед фінансовим менеджментом підприємств, пов'язане з дотриманням нових вимог та завдань, що формує зовнішнє економічне середовище для суб'єкта господарювання.

Вважаємо, що перехідний етап, на якому наразі перебуває вітчизняний фінансовий менеджмент, повинен бути використаний як перевага у подальшому її реформуванні шляхом створення теоретичної та методологічної бази ефективного фінансового управління відповідно до нових умов та вимог зовнішнього середовища. В основу такого удосконалення має бути покладено системний підхід, який дозволить урахувати вплив нефінансових факторів, зокрема факторів екологічного характеру, у механізмах управління підприємством.

Сьогодні постає завдання формування гнучкої системи фінансового менеджменту, що адаптуватиме діяльність суб'єкта господарювання до зовнішніх факторів впливу, узгоджуватиме їх із внутрішніми завданнями забезпечення стійкості, рівноваги, добробуту акціонерів та подальшого розвитку підприємства. Передумови до трансформаційних змін в системі

фінансового менеджменту сучасних суб'єктів господарювання представлені нами на рисунку 3.1.

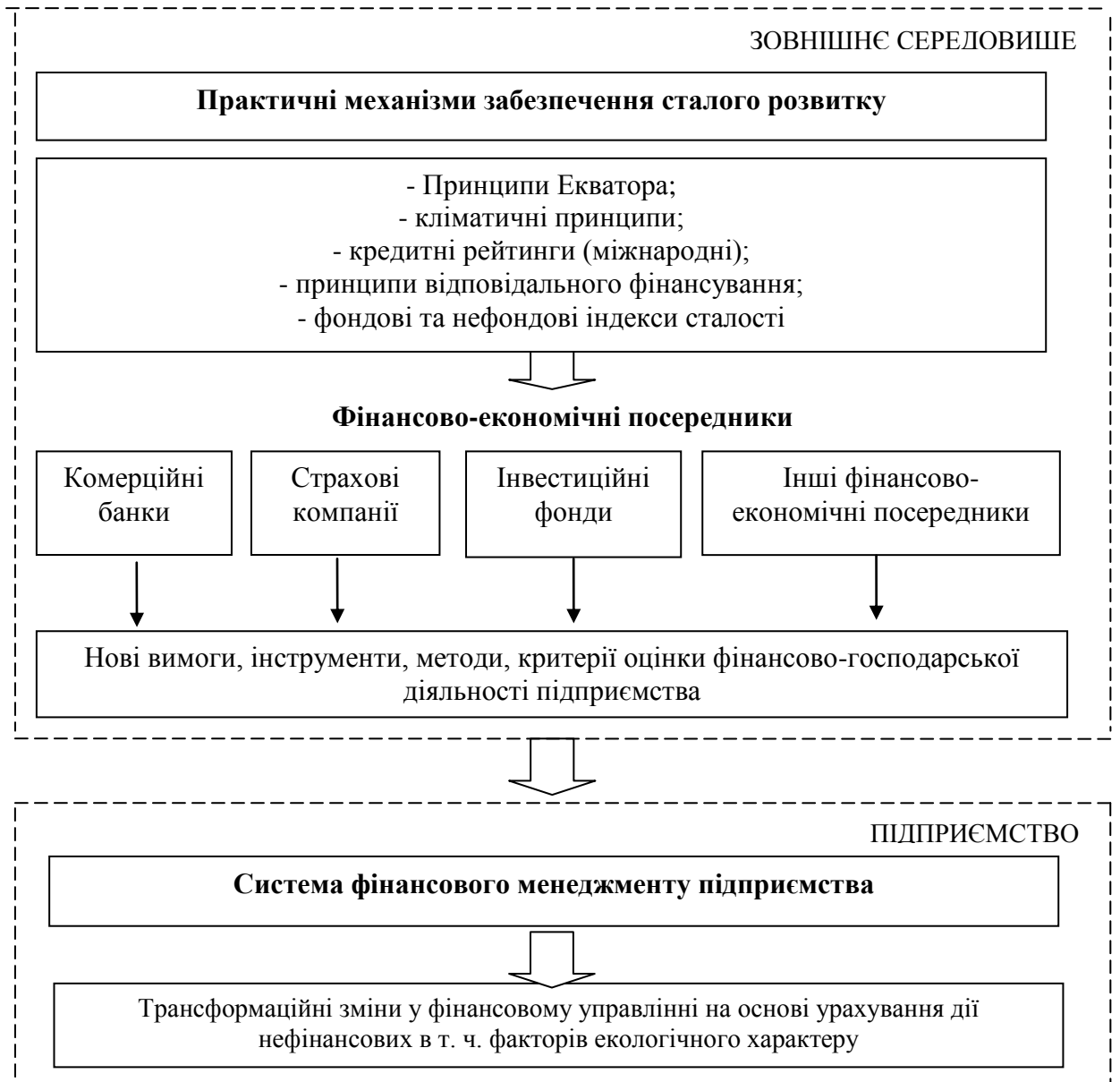


Рис. 3.1. Трансформаційні зміни в системі фінансового менеджменту підприємства в результаті взаємодії з зовнішнім середовищем з урахуванням впливу соціально-екологічних факторів

Оскільки для кожної підсистеми фінансового менеджменту чутливість до нефінансових факторів є різною, то загальна мета удосконалення системи фінансового менеджменту підприємства повинна бути структурована – необхідно виділити завдання за об'єктами управління: управління

структурою капіталу, управління ризиками, управління інвестиціями, управління грошовими потоками (рис. 3.2).



Рис. 3.2. Завдання сучасного вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту

Завдання системи вартісно-орієнтованого фінансового управління, виділені за її складовими, дозволять сформуванню напрямів удосконалення механізмів вартісного управління на основі методу вартісного розриву.

Зважаючи на те, що вартісно-орієнтований менеджмент є комплексною системою управління організацією, вплив факторів екологічного характеру необхідно враховувати в розрізі кожної складової системи управління, розглядаючи її як окремий механізм управління вартістю.

Передусім визначимо сутність поняття "механізм вартісного управління". На основі проведеного аналізу сутності поняття "механізм" та "механізм управління", результати якого наведені у додатку Г, під механізмом управління в роботі будемо розуміти складну функціональну систему, що включає суб'єкти, об'єкти управління, їх взаємодію через використання методів та важелів впливу, що в цілому сприяє забезпеченню ефективної реалізації цілей підприємства і задоволенню інтересів зацікавлених сторін.

Серед механізмів управління вартістю, які доцільно формувати з використанням методу вартісного розриву, ми запропонуємо розглядати механізм вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого управління фінансовою діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого стратегічного управління (рис. 3.3).

Принциповим з точки зору впливу на мету та завдання управління, в описаних механізмах є розширення критеріальної бази оцінювання управлінських рішень за рахунок оцінювання загальної величини вартісного розриву та окремо за факторами ROIC та WACC. Це створює додаткові можливості в процесі планування, мотивації та контролю за реалізацією екоєфективних стратегій. Крім того, запропонований у роботі метод вартісного розриву дозволяє розширити об'єктну базу та аналітичний апарат існуючих механізмів вартісного управління.

Базовим з точки зору удосконалення механізму управління інвестиційною діяльністю, механізму управління фінансовою діяльністю є, на нашу думку, механізм стратегічного управління. Саме цей механізм передбачає формування стратегії управління вартістю, націленої на зниження величини вартісного розриву, тобто, з одного боку, зниження суми втрат потенційної вартості, з іншого – отримання додаткових вигід, наприклад, від



Рис. 3.3. Роль і місце вартісного розриву в механізмах управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку

здійснення заходів з екологоорієнтованої діяльності, що сприятимуть формуванню додаткової вартості підприємства.

Ключова роль механізму вартісно-орієнтованого стратегічного управління пояснюється тим, що механізм стратегічного управління закладає основні задачі, напрями, інструментарій до управління вартістю в стратегічній перспективі за методом вартісного розриву з урахуванням додаткових вигід, обмежень та вимог екологоорієнтованого розвитку.

В рамках механізму стратегічного управління формується загальний алгоритм управління вартістю підприємством в умовах екологоорієнтованого розвитку, здійснюється формування еко-ефективних бізнес-стратегій. Зважаючи на ключову роль механізму стратегічного управління викладемо пропозиції щодо його удосконалення на основі методу вартісного розриву.

Ми пропонуємо об'єктом управління в цьому механізмі розглядати зростання вартості в результаті реалізації підприємством стратегії з певними екологічними характеристиками, а критерієм оцінки стратегії прийняти мінімізацію величини вартісного розриву.

На основі загальнотеоретичних підходів до виділення стратегічного управління та враховуючи специфіку процесу управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку ми пропонуємо стратегічне управління вартістю підприємства реалізовувати за схемою, наведеною на рис. 3.4.

На етапі стратегічного аналізу здійснюється визначення основної мети та задач стратегічного управління вартістю, аналіз факторів вартості та вартісного розриву.

Відповідно до визначеної мети (зростання вартості підприємства за умови реалізації еко-ефективної бізнес-стратегії) основними завданнями управління є:

- систематизація та управління факторами вартості фінансово-економічного та екологічного характеру та факторами вартісного розриву зокрема;

- формування системи мотивації та розподіл відповідальності при управлінні факторами вартісного розриву;
- задоволення та збалансування інтересів стейкхолдерів в процесі управління вартістю на основі вартісних розривів;



Рис.3.4. Процес вартісно-орієнтованого стратегічного управління на основі методу вартісного розриву

- задоволення та збалансування інтересів стейкхолдерів в процесі управління вартістю на основі вартісних розривів;
- організація контролю та моніторингу динаміки вартісного розриву.

На етапі стратегічного аналізу здійснюється аналіз факторів вартості екологічного та фінансово-економічного характеру, а також проводиться аналіз факторів зниження вартісного розриву. Слід враховувати, що на різних етапах діяльності підприємства ключові фактори можуть змінювати свою значимість залежно від внутрішніх та зовнішніх умов. З метою оцінювання вартісного розриву модель оцінки вартості може обиратися з урахуванням специфіки діяльності підприємства та умов, у яких воно функціонує.

На етапі стратегічного вибору фінансовим менеджментом спочатку аналізуються різні сценарії (стратегії) розвитку підприємства з огляду на екологічні характеристики альтернативних стратегій, фінансові витрати і ризики, пов'язані з їх реалізацією. Потім вибирається найбільш ефективна бізнес-стратегія, що за критерієм мінімізації вартісного розриву дозволить виявити резерви зростання вартості. Крім того, на цьому ж етапі здійснюється інтеграція управління вартісним розривом у загальну бізнес-стратегію розвитку підприємства. На основі оцінки величини вартісного розриву та з урахуванням фінансових можливостей підприємства обираються важелі управління вартісним розривом.

Етап реалізації бізнес-стратегії супроводжується вивченням стану зовнішнього середовища, його змін та відповідно визначенням цілей подальшого розвитку. На цьому ж етапі здійснюється розробка відповідної організаційної структури на підприємстві, що передбачає розподіл відповідальності за виконання поставлених завдань на всіх ієрархічних рівнях управління підприємством. Крім того реалізація еко-ефективної бізнес-стратегії передбачає формування системи мотивації з метою мінімізації факторів вартісного розриву. Інструментом стимулювання можуть виступати умови виплати заробітної плати за результатами діяльності підрозділу. Перший спосіб стимулювання – прив'язка змінної частини

зарплати до показників ROIC або WACC (факторів вартісного розриву). Так, у німецькій компанії Siemens з 1998 року 60% винагороди вищого керівництва залежить від показника економічного прибутку, для персоналу нижчих рівнів – від 15% до 20% заробітної плати [47]. Другий спосіб стимулювання – використання принципу накопичення частки бонусів та їх виплати за умов досягнення цільових показників із зниження вартісного розриву. Подібний досвід дозволив американській компанії Dow Chemical підвищити ефективність багатьох підрозділів, що розміщуються у всьому світі [47].

Після реалізації бізнес-стратегії постає необхідність оцінки та контролю виконання обраної стратегії. Перевіряється відповідність результатів реалізованої стратегії цілям підприємства. В разі виникнення відхилень фактичних значень вартісного розриву від прогнозованих визначаються причини таких відхилень та здійснюються відповідні коригування.

Вважаємо, що моніторинг та контроль необхідно здійснювати на всіх етапах вартісно-орієнтованого стратегічного управління:

- моніторинг значень еталонних (найкращих в галузі) значень факторів вартісного розриву (індикатору ROIC та WACC) при стратегічному аналізі;
- моніторинг та контроль екологічних характеристик проектів (відповідно до нормативів, встановлених на підприємстві) та фінансових ризиків, якими супроводжується фінансування проектів (контроль можливої втрати фінансової стійкості та ймовірності настання банкрутства) – при здійсненні вибору бізнес-стратегії;
- контроль динаміки вартісного розриву;
- моніторинг та контроль фінансових ризиків, якими супроводжується управління вартісним розривом.

Крім того, на всіх етапах процесу стратегічного управління необхідно здійснювати аналіз та контроль нових потенційних можливостей та загроз і враховувати їх у майбутньому.

Запропоноване удосконалення механізму стратегічного управління на основі методу вартісного розриву дозволяє обирати найбільш ефективну бізнес-стратегію, що враховує особливості підприємства. Подальшого дослідження потребує визначення місця методу вартісного розриву в механізмах вартісно-орієнтованого управління інвестиційною та фінансовою діяльністю.

Зростання ролі соціально відповідального інвестування (СВІ) у сучасних умовах, що підтверджує світовий досвід, ставить перед підприємством нові завдання щодо створення ефективної системи управління інвестиційною діяльністю. Фахівцями у галузі корпоративного управління, зокрема корпоративної соціальної відповідальності, із США та країн Західної Європи, виділено основні стратегії соціально-орієнтованого інвестування [194; 195; 196; 198; 207]:

1) Соціально-відповідальний відбір та просіювання проектів (Screening). Це практика включення в інвестиційний портфель корпоративних цінних паперів тих підприємств, діяльність яких відповідає соціальним, екологічним та етичним критеріям оцінки. Соціально відповідальні інвестори зацікавлені, як правило, у вкладанні фінансових ресурсів у прибуткові компанії, що створюють комфортні умови праці для своїх співробітників, дотримуються правил з охорони навколишнього середовища при здійсненні своєї діяльності, націлені на виробництво безпечних та екологічно чистих товарів. І навпаки – соціально орієнтовані інвестори намагаються утримуватись від інвестицій у компанії, що ігнорують соціально-екологічні фактори у своїй діяльності

2) Захист інтересів акціонерів (Shareholder Advocacy). Дотримання такої стратегії передбачає різні варіанти зусиль інвесторів щодо впливу на поведінку менеджменту та керівництва компанії: голосування з соціальних та екологічних питань на щорічних зборах акціонерів, ініціація діалогу з керівництвом компанії, підтримка рішень акціонерів, відзив інвестиційних вкладень.

3) Інвестиції для потреб спільноти (Community Investment). Інвестиції націлені на задоволення фінансових потреб місцевих громад. Такі інвестиції можна здійснювати через регіональні банки, позичкові фонди розвитку, кредитні спілки. Інструментами можуть бути такі продукти, як позики, чеки, заощадження та депозитні рахунки грошового ринку. Як правило, вони надаються за ринковими або заниженими ставками.

Тенденції розвитку ринку соціально відповідальних інвестицій у розвинених країнах світу свідчать про бурхливий розвиток такої діяльності. Це пояснюється отриманням додаткових ефектів для суб'єктів господарювання від здійснення діяльності на засадах соціального інвестування: налагодження відносин з споживачами, скорочення операційних витрат, покращення фінансових показників, покращення іміджу та репутації, зниження плинності кадрів, підвищення мотивації з боку співробітників.

Надання підприємством прозорої, відкритої інформації про показники не тільки фінансової, інвестиційної та операційної діяльності, але й про соціально-екологічну ефективність діяльності суб'єкта господарювання сприяє підвищенню ступеня довіри з боку інвесторів. На сьогодні показовим індикатором відображення соціально-екологічних аспектів діяльності підприємства є його екологічний рейтинг, що формується за такими показниками, як: обсяги споживання води, забруднення стоків, викидів в атмосферу, вихлопних газів автотранспорту, порушення земель та земель зайнятих під забудови, звалища. Так, наприклад, у Росії діяльність кожного підприємства за цими показниками порівнюється із середнім рівнем аналогічних індикаторів в галузі. Інформація про підприємства, що надали відкриту інформацію про свою екологічну статистику, наводиться на "білих" сторінках довідника "Соціально-екологічна відповідальність та рейтинги російського бізнесу". Інформація непрозорих компаній розміщується на "сірих" сторінках [105].

Постійне представлення інформації про соціальні та екологічні

показники діяльності мотивує підприємство до здійснення соціально- та екологоорієнтованої діяльності. Закономірною реакцією з боку потенційних інвесторів є підвищення обсягів додаткових вкладень в об'єкт інвестування.

З огляду на такі світові тенденції функціонування українських підприємств на принципах соціального інвестування стає актуальним завданням. Сьогодні впровадження соціально орієнтованого інвестування в практику вітчизняних підприємств супроводжується наступними проблемами: відсутність єдиного розуміння ролі та значення соціальних інвестицій, відсутність системного підходу до реалізації таких інвестицій, відсутність загальноприйнятих стандартів публічної соціальної звітності компаній. Незважаючи на ряд складнощів в Україні активну політику соціальних інвестицій здійснюють такі підприємства: компанія "СКМ", корпорація "Індустріальний союз Донбасу", корпорація "Науково-виробнича інвестиційна група "Інтерпайп" [123].

Вважаємо, що вагомим аргументом на користь здійснення підприємствами інвестиційної діяльності на засадах СВІ є оцінка вигід від такого інвестування. Запропонований нами метод вартісного розриву розширює можливості існуючого методичного апарату оцінювання інвестиційних рішень підприємства з урахуванням впливу екологічного чинника.

Так, традиційні методи оцінки інвестиційних проектів (NPV, IRR, PP, MIRR) не дозволяють врахувати вплив екологічного чинника оцінці найбільш ефективного інвестиційного проекту [18; 111]. Вирішенню такої проблеми сприяє використання методу вартісного розриву, який на основі розрахованого розриву рентабельності капіталу та розриву вартості капіталу дозволяє визначити втрати вартості підприємства, що визначаються втратами фінансової стійкості та екологічними характеристиками проекту. Позитивне рішення щодо подальшого впровадження приймається для проекту з мінімальними втратами вартості.

З огляду на взаємозв'язок між екологічними характеристиками проектів та вартістю фінансових ресурсів, що закладений в основу визначення розриву WACC, особливий інтерес для дослідження представляють інвестиційні проекти екологічного спрямування (ІПЕС), тобто проекти з високими екологічними характеристиками. На відміну від типових комерційних інвестиційних проектів, що мають на меті отримання переважно економічного ефекту, ІПЕС націлені на досягнення певного соціального та екологічного результату. Таким результатом може бути підвищення інноваційного рівня технологічних процесів, перехід підприємства на екологічно чисті технології, що дозволяють зменшити викиди в атмосферу, знизити ризики погіршення здоров'я людей. Саме такі результати можуть бути враховані у зростанні або втраті вартості та оцінені шляхом використання методу вартісного розриву.

Отримання підприємствами подібних додаткових соціально-екологічних ефектів від реалізації ІПЕС сприятиме поступовому зростанню продуктивності праці, обсягів попиту на продукцію з високими екологічними характеристиками, підвищенню інвестиційної привабливості, та відповідно зростанню обсягів продажів та додатковому залученню фінансових ресурсів підприємством.

Як показує зарубіжний досвід, у порівнянні з типовими комерційними проектами, фінансування яких здійснюється в основному за рахунок власних коштів, бюджетних, інвестиційних та кредитних ресурсів [85; 112], інвестиційним проектам ресурсозберігаючого характеру в силу їх суспільно корисного характеру надаються переваги у фінансуванні, зокрема: залучення банківських кредитів на пільгових умовах, можливість грантового фінансування, надання субсидій, податкові канікули у разі придбання нового обладнання [107; 194].

Для підприємств машинобудівної галузі ІПЕС можуть впроваджуватись у формі інноваційного інвестування. Одним з його напрямів є екологоорієнтоване інноваційне інвестування, що передбачає:

отримання соціально-економічного ефекту для підприємства за рахунок економії на витратах вхідних матеріалів, сировини, що знижують операційні витрати; підвищення конкурентоспроможності продукції, а значить – попиту та обсягів продажів; зниження витрат у зв'язку із встановленням очисного обладнання або випуску екологічно чистої продукції, що також втілюється у додаткових вигодах (зростання рівня попиту, можливість виходу на світові ринки тощо).

Запропонований метод вартісного розриву в управлінні інвестиційною діяльністю дозволяє мінімізувати ризики втрат інвесторів. Так, при оцінюванні інвестиційних проектів із використанням традиційних методів оцінки ефективності поза увагою залишаються фінансові втрати, зумовлені екологічними характеристиками проекту, що можуть в результаті виявитись критичними для підприємства. Тоді як використання методу вартісного розриву при оцінці проектів передбачає урахування взаємозв'язку між фінансово-економічними показниками діяльності підприємства та екологічним фактором.

Здійснення вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю має узгоджуватись з прийнятою на підприємстві стратегією розвитку, а отже, оцінка ефективності інвестиційних рішень повинна узгоджуватися з оцінкою ефективності стратегії. Використання у якості критерію ефективності вартісного розриву дозволяє забезпечити таку узгодженість та сформувати аналітичну базу управління, яка б забезпечила зростання вартості підприємства.

Крім описаних механізмів стратегічного управління та управління інвестиційною діяльністю розширення методичного апарату вартісного управління на основі вартісного розриву безпосередньо пов'язане з механізмом управління фінансовою діяльністю.

Метою фінансового менеджменту підприємства при здійсненні вартісно-орієнтованого управління фінансовою діяльністю на основі методу вартісного розриву є зниження вартісного розриву WACC.

Механізм управління фінансовою діяльністю запропоновано формувати на основі методу оцінювання та прогнозування розриву WACC, оцінка якого подана нами у пп. 2.4.

Вартісно-орієнтоване управління фінансовою діяльністю із використанням методу вартісного розриву ми пропонуємо базувати виходячи з того, що об'єктом управління є динаміка розриву WACC, яка поряд з іншим визначається результатами впровадження на підприємстві принципів соціальної відповідальності. Як уже зазначалося, результати екологоорієнтованої діяльності підприємства проявляються переважно у довгостроковій перспективі.

Таким чином, застосування методу вартісного розриву в механізмах вартісно-орієнтованого стратегічного управління, управління фінансовою та інвестиційною діяльністю дозволяє крім розширення об'єктної бази дозволяє удосконалити аналітичний апарат існуючих механізмів, а саме розширити критеріальну базу оцінювання управлінських рішень – критерієм оцінки ефективності відповідних рішень є мінімізація вартісного розриву за рахунок розриву ROIC та розриву WACC. Наявність цього критерію ефективності створює додаткові можливості в процесі планування, мотивації та контролю за реалізацією екоефективних стратегій.

3.2 Управління вартісним розривом у системі управління вартістю підприємства

Описані механізми управління вартістю потребують більш детального опису застосування інструментарію управління. У попередньому розділ нами було запропоновано профіль вартісного розриву (рис.2.7), за яким на економічному горизонті управління вартістю підприємства виділяються інтервал застосування важелів операційної діяльності та інтервал застосування важелів фінансово-інвестиційної діяльності. Диференціація

різних інструментів управління на цих інтервалах дозволить мінімізувати вартісний розрив.

До важелів операційної діяльності пропонуємо включати постійні витрати і обсяг виробництва (в межах релевантного інтервалу), змінні витрати, операційний прибуток, ціну за одиницю продукції, амортизаційні відрахування. Їх застосування спрямоване на підвищення ефективності виробничої діяльності за рахунок акумулювання внутрішніх резервів підприємства, не залучаючи додаткові інвестиційні ресурси.

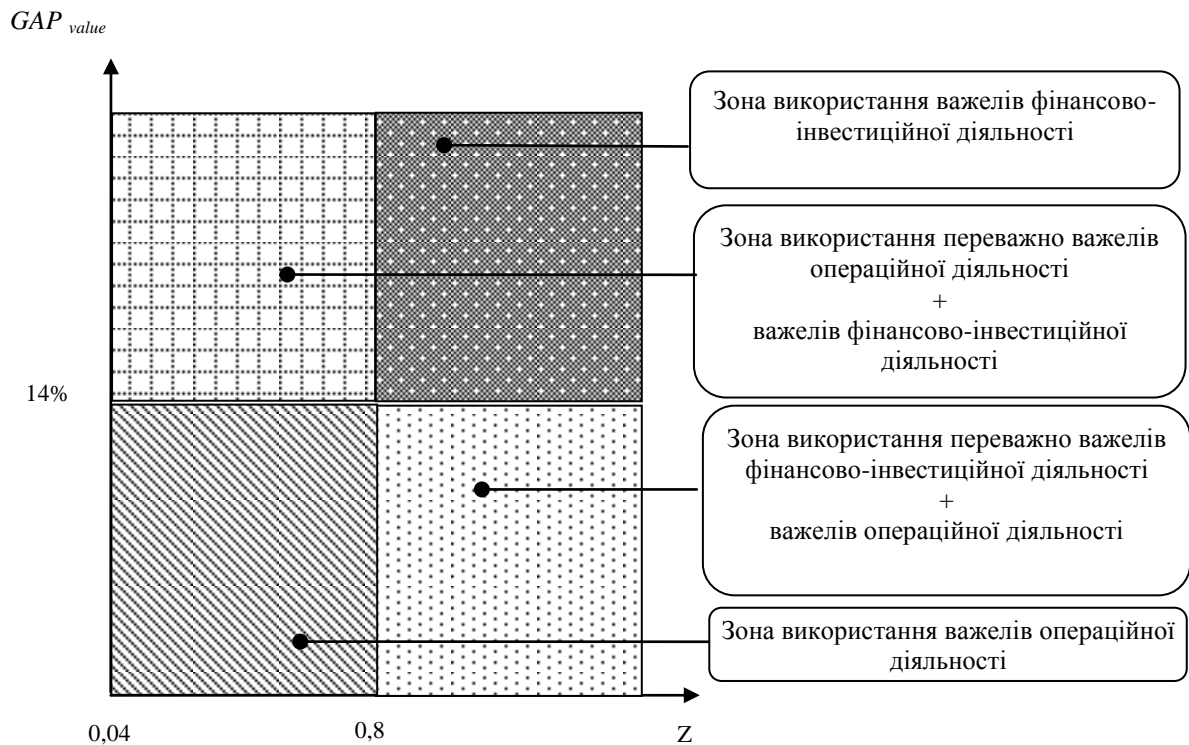
До важелів фінансово-інвестиційної діяльності пропонуємо відносити такі традиційні інструменти як: облігаційні займи, лізинг, кредити, проектно фінансування тощо. Також ефективними інструментами управління є рівень фінансового левериджу, вартість капіталу тощо.

Застосування важелів фінансово-інвестиційної діяльності здійснюватиметься у формі масштабних вкладень коштів для проведення модернізації, технічного переозброєння виробництва, заміни техніки і технології на більш ресурсоефективну, зміни в обсягах випуску та асортименту продукції, зниження ресурсоемності продукції тощо.

Орієнтація фінансового менеджменту підприємства на управління величиною вартісного розриву повинна передбачати набір заходів, які узгоджуються з загальною системою управління підприємством. При цьому ми пропонуємо процес управління вартісним розривом узгоджувати з оцінкою фінансових можливостей підприємства, оцінених за формулою 2.11.

Ефективність та дієвість управління вартісним розривом залежить, на нашу думку, від фінансових можливостей підприємства. Так, для підприємств з високими можливостями, до таких суб'єктів належать позичальники класу 1 (при $Z > 0,8$) та класу 2 ($0,04 < Z < 0,79$), перспективи реалізації заходів, спрямованих на мінімізацію вартісного розриву через застосування важелів інвестиційно-фінансової діяльності є більшими, ніж для менш фінансово стійких підприємств.

Пов'язуючи оцінку вартісного розриву для певної стратегії з оцінкою фінансових можливостей підприємства, що її реалізує, ми пропонуємо виділяти зони використання важелів управління залежно від комбінації результатів такої оцінки (рис. 3.5).



вісь GAP_{value} :

14% - величина середньозваженої вартості капіталу, найнижча в галузі по Україні;

вісь Z :

$Z > 0,8$ - Клас позичальника 1 за рівнем фінансового стану

$0,8 > Z > 0,04$ - Клас позичальника 2 за рівнем фінансового стану

Рис. 3.5 Матриця вибору важелів управління вартісним розривом залежно від величини вартісного розриву та фінансових можливостей підприємства

Зважаючи на те, що загальна величина вартісного розриву визначається в основному розривом середньозваженої вартості капіталу, поділ зон до використання важелів управління за віссю GAP_{value} доцільно, на нашу думку, здійснювати на основі мінімального значення WACC за галуззю (вартість довгострокових кредитів, що складає 14%).

Виділення зон використання важелів управління за віссю Z здійснюємо на основі визначення фінансових можливостей підприємства шляхом розрахунку інтегрального показника фінансового стану підприємства.

Розглянемо більш детально зони використання важелів операційної та фінансово-інвестиційної діяльності.

Зона використання важелів операційної діяльності. При $GAP_{value} < 5\%$ та належності підприємства до класу "2" доцільно використовувати важелі операційної діяльності. Так, заходи з підвищення ефективності операційної діяльності, що здійснюються за рахунок внутрішніх резервів підприємства, не передбачають залучення додаткових фінансових та інвестиційних ресурсів. Ця зона управління характеризується невисокими ризиками операційної та фінансової діяльності, незначним скороченням величини вартісного розриву та відповідно – мінімальним зростанням вартості.

Зона використання переважно важелів операційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів фінансово-інвестиційної діяльності. З метою управління вартісним розривом при $14\% < GAP_{value}$ та включенні підприємства до класу "2" доцільно використовувати переважно операційні важелі управління, які дозволяють уникнути додаткових фінансових витрат і відповідно ризиків у зв'язку із залученням кредитних і інвестиційних ресурсів. Так, належність до класу "2" свідчить про високу платоспроможність, але ймовірність підтримки такого стану є низькою у довгостроковій перспективі, з часом виникає загроза недостатності коштів для обслуговування боргу, що зумовлює зростання ризиків фінансових втрат. Тому, доцільно спершу використати внутрішні резерви підприємства, що дозволять з часом знизити втрати вартості і потім вже залучати додаткові фінансові ресурси. Управління величиною розриву супроводжуватиметься і операційними, і фінансовими ризиками діяльності.

З іншого боку, управління такою величиною вартісного розриву, на нашу думку, потребує, крім використання операційних, залучення й важелів фінансово-інвестиційної діяльності. Таким чином, ця зона управління

характеризується появою можливих ризиків фінансової нестабільності, поступовим скороченням величини вартісного розриву та відповідно – зростанням вартості.

Зона використання переважно важелів фінансово-інвестиційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів операційної діяльності. При $GAP_{value} < 14\%$ підприємство класу "1" має можливість залучати кредитні та інвестиційні ресурси з метою фінансування екологоорієнтованих проєктів, що сприятиме зниженню вартісного розриву. Однак, необхідно зазначити, що за такої величини розриву дієвими є й важелі операційної діяльності, використання яких дозволить заощадити витрати на залучення додаткових фінансових ресурсів і відповідно знизити ризики фінансових втрат. Ця зона управління характеризується мінімальними фінансовими ризиками, що пояснюється високим класом позичальника; незначною оціночною величиною вартісного розриву.

Зона використання важелів фінансово-інвестиційної діяльності характеризується високим класом підприємства-позичальника, що має бездоганну ділову репутацію та кредитну історію. Залучення додаткових фінансових ресурсів, значні капітальні вкладення в реалізацію еко-ефективних стратегій розвитку супроводжуються фінансовими ризиками, але їх величина не є критичною для підприємства. Крім того, при значних фінансових та інвестиційних можливостях, формуються всі передумови до зниження вартісного розриву та відповідно стрімке зростання вартості у майбутньому.

При цьому обсяги, форма, умови використання фінансових ресурсів залежно від набору важелів визначаються самостійно підприємством, на його власний розсуд. Однак, при цьому з метою підтримання фінансового стану на належному рівні підприємству необхідно орієнтуватись на певні обмеження. Вважаємо, що таким критерієм такого обмеження щодо обсягів фінансування заходів з управління вартісним розривом може виступати структура капіталу підприємства. Так, періодичне оцінювання

підприємством власної структури капіталу (при плануванні заходів з управління розривом) дозволить підтримувати пропорції щодо джерел фінансування на необхідному рівні. Це, по-перше, забезпечить фінансову стійкість суб'єкта господарювання, по-друге, сигналізуватиме про ймовірність настання банкрутства (при залученні, наприклад, значних фінансових ресурсів, що не співвідносяться з фінансовими можливостями підприємства).

З метою вибору найбільш доцільної моделі формування оптимальної структури капіталу, що слугуватиме обмеженням при управлінні вартісним розривом, проведемо аналіз існуючих моделей щодо можливості їх застосування в процесі управління капіталом із застосування методу вартісного розриву. Вважаємо за необхідне при проведенні такого аналізу акцентувати увагу на можливості урахування при оцінюванні додаткових ефектів та ризиків, зумовлених впливом екологічного фактора на діяльність підприємства. Це пояснюється тим, що управління вартістю на основі вартісного розриву супроводжується врахуванням взаємозв'язку фінансово-економічних факторів вартості з факторами екологічного характеру.

Відтак, процес управління структурою капіталу є своєрідним віддзеркаленням економічних перетворень, що відбуваються у сучасній економіці. Своєчасне коригування структурних елементів капіталу дозволяє забезпечити високі показники фінансової стійкості, прибутковості та рентабельності, знизити ймовірність банкрутства для підприємства. Тому питання формування оптимальної структури капіталу завжди є актуальними.

Потенційні можливості та переваги сучасного підприємства в результаті формування оптимальної структури капіталу деякі автори [27; 41; 59; 89; 95; 102] визначають саме у полі нетрадиційних (неекономічних) чинників. Так, у результаті дотримання соціальної відповідальності у бізнесі, здійснення екологоорієнтованої діяльності (утилізація відходів, матеріало- та ресурсозбереження у виробництві тощо) підвищується довіра до підприємств з боку комерційних банків, більшість яких у розвинених країнах світу

враховує соціально-екологічні показники при оцінюванні кредитоспроможності позичальника (Принципи Екватора при проектному фінансуванні). Банк на пільгових умовах надає позикові кошти, що дозволяє знизити підприємству середньозважені витрати за джерелами фінансування, а значить – підвищити ринкову вартість підприємства.

Аналіз структури капіталу підприємства можна здійснювати, використовуючи два підходи: бухгалтерський та фінансовий [45; 89; 102]. З точки зору фінансового підходу структура капіталу розглядається з позиції оптимального співвідношення власного та позикового капіталів, тобто такого співвідношення, яке може привести до максимізації ринкової вартості даного підприємства. Такий підхід передбачає використання кількісних оцінок (фінансових моделей), що дозволяють встановити розрахункове оптимальне співвідношення власного та позикового капіталів компанії. В умовах дефіциту власних фінансових ресурсів, в тому числі для фінансування екологоорієнтованих інвестиційних проектів, промислові підприємства змушені постійно звертатися до позикового капіталу. Тому з метою запобігання банкрутства, актуальності набуває кількісна оцінка оптимального співвідношення власного та позикового капіталів компанії.

У свою чергу бухгалтерський підхід орієнтований на якісну оцінку структури капіталу конкретної компанії та передбачає виділення макро- та мікрофакторів, котрі слід мати на увазі при розробленні політики фінансування. Загальним недоліком бухгалтерського підходу є зосередження на показниках минулої діяльності компанії, внаслідок чого виникає слабка кореляція з показником вартості компанії. Треба також відмітити, що в бухгалтерському підході не проводиться різниця між короткостроковими та довгостроковими джерелами фінансування. Незважаючи на зазначені недоліки бухгалтерського підходу, доцільним є врахування мікро- та макрочинників при формуванні оптимальної структури джерел фінансування еколого-економічних процесів на підприємстві (пп. 2.4.). Вважаємо, що лише поєднання кількісних і якісних оцінок в єдиній структурі капіталу

дозволить розв'язати задачу формування оптимальної структури капіталу підприємства.

Практика показує, що не існує універсальних рішень щодо оптимального співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних (за розміром, галуззю, організаційно-правовою формою, співвідношенням влади власників і менеджменту тощо) підприємств, але й навіть для однієї компанії на різних етапах її розвитку, при різній кон'юнктурі товарного і фінансового ринків. Разом з тим існує ряд розрізнених теоретичних концепцій, які по-різному розкривають підходи до формування оптимальної структури капіталу компанії. Узагальнення особливостей оптимізації структури капіталу на основі теоретичних концепцій наведені у додатку Д.

До основних статичних теорій структури капіталу відносять традиційну теорію, теорію Модільяні-Міллера і компромісну статичну теорію [6; 27; 41].

Традиційна концепція передбачає існування оптимальної структури капіталу, але не дає чітких теоретичних рекомендацій, щодо її пошуку. В основі лежить твердження, що структура капіталу визначається вартістю його складових частин і тому існує така оптимальна структура капіталу, яка мінімізує середньозважену вартість капіталу. Досягнення цільової структури капіталу компанії буде максимізувати її ринкову вартість у разі мінімізації середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Розрахунок WACC потребує визначення дохідності акціонерного фінансування, як суми безризикової ставки та премії за ризик для інвесторів (акціонерів). Для визначення премії за ризик і безризикової ставки можуть використовуватися різновиди моделі оцінки капітальних активів (локальна CAPM, глобальна CAPM, гібридна CAPM, модель відносної мінливості) [30; 75]. Використання першої моделі обмежене наявністю історичних даних по локальному ринку акцій і тому може використовуватися лише, якщо цей ринок розвинений, диверсифікований, ліквідний і має репрезентативні

історичні дані (за декілька десятиліть), що нехарактерно для України. Друга модель використовується для компаній, акції яких тривалий час і безперервно представлені на фондових ринках розвинених країн, що є суттєвим обмеженням для більшості українських компаній. Третя модель включає елементи першої і другої, що також обумовлює відповідні обмеження.

Наближені або гроху-моделі відштовхуються не від моделі ризику (історичних даних, які характеризують систематичний ризик), а від показників фактичного фінансового результату, які побічно (непрямо) характеризують рівень ризиків конкретної компанії. Точність цих моделей суттєво залежить від обраних для аналізу показників і достовірності фактичних даних. Часто такі моделі використовують для унікальних підприємств з суттєво відмінним рівнем індивідуального ризику або за відсутності даних - для застосування прямих моделей оцінки ризику.

Хоча традиційна теорія і враховує всі види ризиків (що є важливим при наявності ризиків екологоорієнтованої діяльності), однак вона представляє лише статичні дані і не враховує фактори впливу при формуванні структури капіталу. При оцінюванні та прогнозуванні вартісного розриву WACC нами запропоновано враховувати фактори екологічного характеру через параметр екорелевантності. Крім того, в рамках зазначеного підходу здійснюється прогнозування вартісного розриву WACC на основі прогнозування самої величини WACC.

Теорія структури капіталу в рамках моделі Модільяні–Міллера (М-М) повністю заперечує положення традиційної концепції структури капіталу. У своєму первісному викладі вона стверджувала, що в безподатковому середовищі вартість компанії залежить виключно від майбутніх доходів, тобто ефективності управління активами і зовсім не залежить від структури капіталу. Згодом Міллер і Модільяні модифікували свою теорію, враховуючи ефект від оподаткування компаній [68]. Суть модифікованої теорії М-М полягає в тому, що вартість компанії, яка використовує кредитне

фінансування, буде вище вартості компанії, що використовує лише власне фінансування, на величину податкового щита. Суттєвою перевагою зазначеної моделі для використання в процесі формування оптимальної структури капіталу з метою фінансування екологоорієнтованої виробничої діяльності, є врахування податкових пільг боргового фінансування. Однак така ознака, як статичність, робить недоцільним використання теорії М-М для формування оптимальної структури джерел фінансування у довгостроковій перспективі з урахуванням екологічного фактору.

Компромісна статична концепція структури капіталу (trade-off theory) передбачає необхідність використання як позикового, так і власного фінансування в процесі діяльності компанії [27; 41]. Оптимальна структура капіталу, згідно з цією концепцією, визначається співвідношенням виключно двох факторів: 1) переваг від податкового щита, тобто можливості включення плати за позиковий капітал у зменшення оподаткованого прибутку; 2) врахуванням витрат фінансової нестійкості (головним чином, збитків від можливого банкрутства). Оптимальне співвідношення між податковими перевагами і витратами банкрутства можуть визначатися через їх абсолютні або граничні (маржинальні) величини. Останній варіант більш складний, але і більш коректний, оскільки функція податкових переваг має висхідний лінійний характер, а функція витрат банкрутства зростає прискореним темпом.

Визначення витрат банкрутства передбачає оцінку прямих або явних витрат (судові, аудиторські, реєстраційні, реорганізаційні та ліквідаційні), непрямих або неявних витрат (втрачені продажі і прибутки, завищені витрати на позиковий капітал, витрати від неможливості залучення акціонерного і боргового капіталу через збільшення ймовірності банкрутства) та ймовірності банкрутства. Окрім того, ще однією проблемою є виокремлення з повних витрат банкрутства саме фінансових витрат, які пов'язані з дотриманням підприємством принципів соціальної відповідальності. В сучасних умовах в Україні додатково виникають проблеми прогнозування

банкрутства через недостатність історичних даних; викривлення, неповноти і недоступності фінансової інформації; неоднозначності визначення моменту банкрутства (як юридичного поняття або як технічного дефолту з наступною реструктуризацією заборгованості) тощо. Концепція компромісної статичної теорії в цілому є перспективною для оцінки структури фінансування екологоорієнтованої діяльності підприємства. Однак неоднозначними залишається алгоритм визначення витрат банкрутства та прогнозування банкрутства.

Статичні компромісні теорії не враховують трансакційні витрати, які супроводжують процес рекапіталізації. Слід відмітити, що компромісна концепція зорієнтована на розгляд структури капіталу з позиції належності підприємств до однієї галузі, коли підприємства будуть мати схожу структуру капіталу, оскільки вони мають однотипні активи, комерційний ризик, близькі значення прибутковості діяльності та податкові умови. В свою чергу, дрібні комерційні підприємства, які не користуються податковими пільгами і не мають можливості емісії акцій, мають значний фінансовий важіль (позикові кошти залучаються у вигляді довгострокових банківських позичок).

В результаті проведеного аналізу статичних теорій капіталу, вважаємо, що їх використання для оцінки впливу екологічного фактору на вартість капіталу та її подальше управління є недоцільним з огляду на зазначені недоліки кожної з них та неврахування зміни показників у динаміці, що досить важливо при відображенні повної картини екологоорієнтованої діяльності підприємства.

На відміну від статичної концепції, динамічна компромісна концепція управління структурою капіталу підприємства зосередила увагу на проблемах дослідження та моделювання трансакційних витрат рекапіталізації. Згідно з динамічною концепцією передбачається формування стратегії зміни структури капіталу. При цьому відсутнє будь-яке нормативне співвідношення боргу і власного капіталу. Вважається, що з часом компанія

може тимчасово відхилитися від цільової (оптимальної) структури капіталу, а потім дискретно наближатися до цього оптимуму. Дійсно, як свідчать результати спостережень, структура капіталу залишається незмінною у деякому діапазоні, а рекапіталізація відбувається лише у разі виходу за рамки цього коридору [41; 106]. В свою чергу, межі цього діапазону визначаються волатильністю грошових потоків, рентабельністю операційної діяльності, рівнем кредитних ставок та витрат банкрутства.

Серед динамічних теорій можна виокремити такі основні концепції: теорія ієрархії (порядку фінансування), теорію суперечності інтересів та динамічну компромісну теорію формування структури капіталу. Сутність концепції суперечності інтересів розкривається за допомогою теорії асиметричної інформації (сигнальної теорії), теорії агентських витрат та теорії моніторингових витрат (“теорії корпоративного контролю”).

Концепція ієрархії передбачає розгляд таких джерел фінансування, як нерозподілений прибуток, емісія нових позик (боргових ЦП) або емісія нових акцій [89; 108; 113]. В рамках теорії порядку фінансування також використовуються витрати пристосування до цільової структури капіталу. Ця теорія передбачає прогнозування грошових потоків та рентабельності операційної діяльності, що дозволяє визначати пріоритетність боргового фінансування компанії, насамперед у короткостроковій перспективі. Підприємство перш за все повинно емітувати цінні папери (акції і облігації) з найбільш низькими інформаційними витратами. Тому підприємству, яке знаходиться в нормальному фінансовому стані, не доцільно першочергово використовувати збільшення власного капіталу (через емісію простих акцій). Для фінансування дефіциту грошових коштів насамперед потрібно використати внутрішні резерви (нерозподілений прибуток і амортизаційні надходження), а в разі необхідності - провести залучення боргового капіталу (шляхом емісії облігацій). В той же час, згідно цієї теорії, зі зростанням рентабельності рівень заборгованості зменшується. Внаслідок цього у високорентабельних компаній діапазон незмінної структури капіталу, коли

рекапіталізація недоцільна через незначний економічний ефект, буде більш широким. По суті, ця теорія постулює пріоритетність і послідовність використання фінансовими менеджерами різних джерел фінансування підприємств, не розглядаючи завдання оптимізації співвідношення власного і позикового капіталу. Також слід відмітити, що теорія ієрархії не має завершеної методики пошуку раціональної структури капіталу, тому, фактично ця концепція спрямована на теоретичне обґрунтування реальної поведінки фінансових менеджерів при розв'язанні питань щодо фінансування підприємств. Через те, що теорія ієрархії ґрунтується на можливості використання облігаційного фінансування, яке доступне лише великим компаніям, її найдоцільніше застосовувати саме для великих підприємств. Головним недоліком зазначеної концепції з точки зору її використання для формування структури фінансування з урахуванням екологічного чинника є відсутність практичної методики пошуку раціональної структури капіталу та прогнозування динаміки зміни показників лише на короткостроковий період в той час як реалізація інвестиційних проектів екологічного спрямування потребує своєчасного та повного фінансування в довгостроковій перспективі.

В основу ієрархічної концепції (Pecking Order) покладене твердження, що у процесі залучення зовнішніх джерел фінансування підприємство стикається з ефектом інформаційної асиметрії [41; 102; 108]. Виходячи з цього, теорія асиметрії інформації передбачає, що менеджмент підприємства завжди володіє більш повною і достовірною інформацією про фінансовий стан і перспективи розвитку підприємства, ніж зовнішні суб'єкти (кредитори або інвестори). Саме цим пояснюється різниця в оцінці ризиків і рентабельності інвестицій у підприємство, що, в свою чергу, визначає умови оптимізації структури капіталу.

Результати емпіричної перевірки теорій традиційного неокласичного напрямку (у тому числі теорій компромісу і ієрархії) показали, що вони не відповідають реальній практиці [41; 89; 102]. Цю проблему намагається розв'язати поведінкова парадигма, представлена рядом біхевіористичних

теорій (теорії інформаційної асиметрії і сигналів, агентських відносин, корпоративного контролю, відстеження ринку).

Розвитком концепції інформаційної асиметрії є сигнальна теорія [52; 108], згідно з якою при посередництві фондового ринку між менеджерами, інвесторам і кредиторам відбувається інформаційна взаємодія. Своїми управлінськими діями і оприлюдненою фінансово-економічною інформацією менеджери підприємств формують для інших учасників процесу ринкові „сигнали” щодо перспективи розвитку підприємства і його інвестиційної привабливості. Теорія сигналізування виходить з необхідності, з одного боку, надавати позитивні сигнали інвесторам та кредиторам щодо доцільності інвестування та кредитування, а з іншого, – мінімізувати витрати підприємства на формування таких сигналів, що у підсумку й визначає структуру капіталу компанії.

У рамках теорії агентських відносин структура капіталу обирається виходячи з рішення принципал-агентських проблем (конфліктів) між капіталодавцем (інвестором, кредитором) та капіталоодержувачем [52; 173]. Згідно з цією теорією оптимальною вважається така структура капіталу, при якій приведені вигоди боргового фінансування повністю покриваються теперішньою вартістю очікуваних агентських витрат боргового фінансування. Складність використання як теорії асиметрії інформації, так і сигнальної теорії при формуванні структури джерел фінансування з урахуванням впливу екологічного фактору полягає у неможливості їх відображення у кількісному вигляді, зокрема за допомогою фінансових моделей.

Відповідно до теорії корпоративного контролю структура капіталу значно впливає на вартість компанії в момент виникнення загрози її поглинання [27; 173]. У зв'язку з цим ця теорія пояснює зміни в структурі капіталу лише в короткостроковому періоді і в специфічних умовах загрози ворожого поглинання. Якщо компанія стає об'єктом таких дій, вона цілеспрямовано починає нарощувати обсяги боргового навантаження і

одночасно викуповувати звичайні акції у своїх акціонерів. Збільшення обсягів боргового фінансування є результатом додаткового залучання нових кредиторів, зацікавлених у стабільній діяльності позичальника, що збільшує вірогідність відмови від планів поглинання цієї компанії. Теорія корпоративного контролю є досить специфічною та вузькою у використанні і супроводжується складностями у врахуванні в її оцінці екологічного чинника.

Теорія пристосування до ринку (відстеження ринку, market timing) стверджує, що компанії не мають цільової структури капіталу і його фактична структура визначається внаслідок низки дій менеджерів, спрямованих на пристосування до існуючих ринкових умов. Зокрема, у період високих цін на фондовому ринку менеджери намагатимуться емітувати акції своєї компанії, а у періоди спадів – викуповувати їх, намагаючись отримати вигоду від ринкових коливань курсу акцій [102; 106]. Згідно з цією концепцією не розглядається поняття оптимальної структури капіталу, оскільки ця структура формується не внаслідок стратегічного планування, а в результаті короткострокових стимулів до використання поточних можливостей на фондовому ринку. На противагу ідеї цієї концепції, вважаємо, що на кожному етапі життєвого циклу підприємства з урахуванням зовнішніх та внутрішніх факторів формується відповідна структура джерел фінансування.

Отже, використання цієї теорії як основи для формування оптимальної структури капіталу неможливо через дві основні причини: 1) відсутність в Україні розвиненого фінансованого ринку, який дозволяє акумулювати достатній обсяг необхідної інформації; 2) відсутність розуміння оптимальної структури капіталу як такої в межах теорії пристосування до ринку.

У зв'язку з необхідністю дослідження питань, що не розкривались в рамках статичної компромісної теорії та з метою об'єднання висновків теорії порядку фінансування та теорії пристосування до ринку виникла динамічна компромісна теорія [27; 89]. У рамках статичної концепції досліджувалася

лише оптимальна структура капіталу, в той час як динамічна додатково зосередилася на динаміці фактичної структури капіталу. Припускається, що ринкова вартість власного капіталу є стохастичним процесом, через що фінансовий леверидж також є стохастичною величиною. Ця теорія відштовхується від оптимального рівня запозичення, визначеного в рамках статистичної компромісної теорії (за умови рівності граничних податкових вигод боргового фінансування та витрат банкрутства), але враховує, що невеликі відхилення фактичного рівня левериджу від оптимального не будуть коригуватися через наявність трансакційних витрат (витрат пристосування фактичної структури капіталу до оптимальної). Статистичні дослідження показують, що верхня частина діапазону бездіяльності (коли борг і фінансові ризики зростають) значно менша від нижньої частини цього діапазону (коли борг зменшується) [41; 59].

Таким чином, динамічна компромісна теорія, в першу чергу досліджує фактичну структуру капіталу компанії, її співвідношення з оптимальною структурою, причини її зміни, швидкість і напрямок цієї зміни, а також сам процес пристосування структури капіталу до оптимальної величини та фактори, що на неї впливають.

Вважаємо, що динамічна компромісна теорія формування джерел фінансування підприємства має значні переваги перед іншими теоріями капіталу з метою використання її як основи для визначення обмеження при реалізації управління на основі методу вартісного розриву. По-перше, вона враховує ризики банкрутства, що є досить ймовірними при залученні значного обсягу кредитних ресурсів при здійсненні екологоорієнтованої діяльності, та ефект фінансового левериджу, а отже, здатна збалансувати обсяг позикових коштів в інтересах підприємства. По-друге, зміни структури капіталу відображаються в динаміці, що, з одного боку, співвідноситься з дією важелів фінансово-економічної діяльності при управлінні розривом, та, з іншого, дозволяє враховувати результати прояву екологоорієнтованої діяльності у довгостроковій перспективі.

Формалізація динамічної компромісної моделі представлена у вигляді оптимізаційної моделі, що складається з цільової функції і двох обмежень:

$$PV(T \cdot Int) - PV(FD) + W \rightarrow \max \quad (3.2)$$

$$a \leq \frac{EBITDA}{Int} \leq b \quad (3.3)$$

$$c \leq \frac{E}{E + D} \leq d, \quad (3.4)$$

де $PV(T \cdot Int)$ – приведені вигоди боргового навантаження;

$PV(FD)$ – приведена вартість фінансових ускладнень;

W – гранд-елемент, який показує умовну субсидію для підприємства при пільговому кредитуванні;

T – розмір податкових платежів;

Int – розмір процентних платежів по кредиту;

$EBITDA$ – розмір прибутку підприємства до відрахування витрат зі сплати податків, відсотків, нарахованої амортизації;

E – власний капітал підприємства;

D – позиковий капітал підприємства;

a, b – нижня і верхня межі коефіцієнта покриття відсотків;

c, d – нижня і верхня межі коефіцієнта фінансової незалежності.

В якості обмежень для цільової функції використовуються обмеження з фінансової стійкості (формула 3.3) і обмеження за коефіцієнтом покриття відсотків (формула 3.4).

При цьому використання обмеження з фінансової стійкості пов'язане з фінансовими можливостями підприємства (що показані за допомогою інтегрального показника фінансового стану Z). Обмеження за коефіцієнтом покриття відсотків співвідноситься з величиною вартісного розриву, який є об'єктом управління. Так, на сьогодні залежно від класу позичальника (кредитного рейтингу), у фінансовій практиці визначені порогові значення для наведених нами обмежень [111]:

а) коефіцієнт покриття відсотків: $a=6,3$, $b=2,3$ (для зони використання операційних важелів та зони використання переважно операційних і фінансово-інвестиційних важелів); $a=1,7$, $b=1$ (зона використання фінансово-інвестиційних та зона використання переважно фінансово-інвестиційних та операційних важелів);

б) обмеження з фінансової стійкості: $c = 4,8$, $d = 6,8$ (для зони використання операційних важелів та зони використання переважно операційних і фінансово-інвестиційних важелів); $c = 2,4$, $d = 3,3$ (зона використання фінансово-інвестиційних та зона використання переважно фінансово-інвестиційних та операційних важелів);

Вважаємо, що для кожної зони використання важелів управління (операційних або фінансово-інвестиційних) може бути формалізована оптимальна структура капіталу, що будуватиметься з урахуванням наведених вище обмежень. Причому, залежно від класу позичальника (кредитного рейтингу) встановлюються відповідні граничні значення для кожної зони використання важелів.

Проаналізуємо динамічну компромісну модель щодо можливості врахування нею поряд з фінансово-економічними екологічними факторів вартості капіталу підприємства. Так, націленість підприємства на реалізацію стратегії розвитку підприємства, орієнтованої на екологоорієнтований розвиток, формує передумови до внесення ряду доповнень і коригувань в існуючу методику оцінки вартості капіталу на базі динамічної компромісної моделі.

По-перше, представляється доцільним розширити базу ризиків, що використовуються у моделі. Фінансовими організаціями визначений перелік ризиків, пов'язаних з відмовою від дотримання екологоорієнтованої діяльності (таблиця 3.1).

По-друге, додатковим елементом цільової функції зі знаком "+" може стати показник, що характеризує компенсаторний механізм у формі додаткових ефектів для підприємства в розрізі фінансової, інвестиційної,

операційної діяльності. Аналіз вказаних ефектів від реалізації підприємством екологоорієнтованої стратегії розвитку, а також форми їх прояву досліджено нами у пп. 1.1.

Таблиця 3.1

Ризики для підприємств і організацій, пов'язані з екологоорієнтованою діяльністю (складено автором на основі [124])

№	Назва ризику	Сутність ризику
1	Ризик погіршення ділової репутації	Ділова репутація (гудвіл) залежить від здійснення підприємством природоохоронної діяльності: за наявності заходів природоохоронного характеру – репутація підприємства покращується.
2	Ризик дефолту	Недотримання природоохоронних стандартів, порушення екологічного законодавства (як результат – судові розгляди) – все це впливає на здатність підприємства повернути кредит, забезпечити фінансово-економічну стійкість.
3	Ризик зниження вартості заставного майна	В результаті недотримання екологічних стандартів, забруднення довкілля на території підприємства і за його межами можливі зниження заставної вартості майнового комплексу.
4	Ризик втрачених ринкових можливостей	Зниження конкурентоспроможності в результаті недотримання правил екологічної і соціальної політики; зниження обсягу додаткових фінансових коштів від потенційних соціально-орієнтованих інвесторів, комерційних банків.

За наявності пільгового кредитування, зокрема при здійсненні екологоорієнтованої діяльності, їх врахування може відобразитись в грант-елементі.

Слабкими сторонами моделі у розрізі врахування нею екологічного фактору впливу є складнощі в оцінюванні екологічної складової у ставці ризику.

Отже, залежно від фінансових можливостей підприємства та величини вартісного розриву визначається відповідний набір важелів управління: важелів операційної або фінансово-інвестиційної діяльності. Фінансування таких заходів з управління розривом здійснюється на власний розсуд суб'єкта

господарювання. З метою підтримання фінансового стану підприємства на належному рівні при здійсненні фінансування таких заходів нами запропоновано використовувати обмеження, в ролі якого може виступати структура капіталу підприємства. Періодична оцінка підприємством власної структури капіталу сприятиме забезпеченню фінансової стійкості економічного агента, сигналізуватиме про ймовірність настання банкрутства при здійсненні критичних для підприємства обсягів фінансування, та у кінцевому підсумку сприятиме мінімізації вартісного розриву.

3.3 Оцінювання та прогнозування вартісного розриву на прикладі ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" та ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"

Практичну перевірку запропонованого в роботі теоретико-методичного підходу до вартісного управління на основі методу вартісного розриву проведемо на прикладі машинобудівних підприємств, різних за розміром та організаційно-правовою формою: ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" та ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ".

На сьогодні ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" є одним з найбільших підприємств в машинобудівному комплексі України, яке спеціалізується на виробництві насосного обладнання. В результаті 60 років потужної роботи підприємство відоме на сьогодні в більш ніж в 50 країнах світу як надійний партнер, постачальник насосного обладнання для атомної, теплової енергетики, видобування та трубопровідного транспортування нафти, нафтопродукції, комунального господарства, систем водозабезпечення та інших важливих об'єктів. В значній мірі своїм успіхом підприємство завдячує добре налагодженій взаємодії виробництва та прикладної науки. Так, результатом плідної співпраці ПАТ "Сумський завод

"НАСОСЕНЕРГОМАШ" та ВАТ "ВНДІАЕН" створено та освоєно більше 300 найменувань насосного обладнання [80].

На відміну від ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" підприємство ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" є невеликим підприємством в галузі насособудування, чисельність працівників на якому складає близько 300 осіб. Незважаючи на свої розміри, ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" є одним із провідних підприємств з виготовлення торцевих зміцнень та насосних фільтрів. При цьому при розробці продукції на підприємстві використовуються сучасні засоби проектування та розрахунків, власні винаходи та "ноу-хау", останні досягнення в матеріалознавстві і технології [81].

Використання фінансовим менеджментом підприємства методу вартісного розриву при здійсненні вартісного управління дозволить приймати рішення щодо вибору інвестиційного проекту з відповідними екологічними характеристиками за критерієм мінімальних вартісних втрат. Для практичної апробації ідеї роботи проведемо розрахунок вартісного розриву на двох підприємствах в розрізі альтернативних за екологічними характеристиками інвестиційних проектів.

Для ПАТ «Сумський завод «НАСОСЕНЕРГОМАШ» розрахунок здійснюватиметься для альтернативних інвестиційних проектів:

- 1) проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ;
- 2) проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ.

При цьому підприємство вже має досвід з випуску насосів типу НВЗ. Планується виробництво насосів типу НВЗБ, які за попередніми прогнозами експертів проектного відділу підприємства відрізнятимуться більшою надійністю, зокрема покращеними вібраційними та шумовими характеристиками. Крім того, насоси будуть комплектуватись системою регулювання витрат охолоджуючої води.

Тривалість проектів складає 10 років. Фінансування планується здійснювати за рахунок власних та кредитних ресурсів.

Прогнозовані обсяги грошових потоків та капітальних вкладень за проектами показані в таблиці 3.2.

Для ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" з метою практичної апробації обрані наступні інвестиційні проекти:

- 1) проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620;
- 2) проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625.

Обидва варіанти проектів є новими для підприємства, відрізняються за екологічними характеристиками, зокрема можливістю підвищення екологічної безпеки насосів. Тривалість проектів складає 6 років. Фінансування планується здійснювати за рахунок власних та кредитних ресурсів.

Таблиця 3.2

Грошові потоки за інвестиційними проектами з випуску вакуумних насосів типу НВЗ та типу НВЗБ

Показник	Грошові потоки проектів за періодами, тис.грн.									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ										
Грошовий потік, тис.грн.		9386,4	11397,8	12309,6	13956,8	15556,8	16334,6	17151,4	18008,9	18909,39
Інвестований капітал, тис.грн.	43894	10000								
Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ										
Грошовий потік, тис.грн.		7386,4	8051,2	9419,9	11303,9	13564,6	16277,6	19533,1	23439,7	28127,6
Інвестований капітал, тис.грн.	41194,0	8000,0								

Прогнозовані обсяги грошових потоків та капітальних вкладень за проектами показані в таблиці 3.3.

Визначення величини вартісного розриву передбачає розрахунок розриву рентабельності інвестованого капіталу та середньозваженої вартості капіталу.

Приймаючи до уваги той факт, що саме параметри r (для розриву середньозваженої вартості капіталу) та α (для розриву рентабельності інвестованого капіталу) враховують взаємозв'язок між факторами вартості екологічного та фінансово-економічного характеру, зокрема через екологічні характеристики проекту, доцільно перш за все проаналізувати інвестиційні проекти для двох підприємств відповідно до їх екологічних параметрів.

Таблиця 3.3

Грошові потоки за інвестиційними проектами з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620 та фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625

Показник	Грошові потоки проектів за періодами, тис.грн.					
	1	2	3	4	5	6
Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620						
Грошовий потік, тис.грн.		1086,40	1629,60	2395,51	2874,61	3449,54
Інвестований капітал, тис.грн.	4604	1100				
Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625						
Грошовий потік, тис.грн.		1076,40	1809,60	2585,51	2964,61	3729,54
Інвестований капітал, тис.грн.	4294,00	1200,00				

Аналіз інвестиційних проектів підприємства ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" за їх екологічними характеристиками проведено на основі експертної думки, зокрема з урахуванням стандартів та нормативів [171].

Екологічним параметрам проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ експертами були присвоєні наступні бали:

- 1) загальні екологічні характеристики:
 - прозорість і відкритість інформації про екологічні показники та екологічну ефективність діяльності підприємства – 1 бал;
 - рівень КСВ на підприємстві – 2 бали;

- екологічні інновації – 0 балів;
- екологічна експертиза – 2 бали;
- екологічний контроль та аудит – 4 бали;

2) специфічні екологічні характеристики:

- екологічне маркування – 0 балів;
- рівень шумів – 4 бали;
- вібрація – 3 бали;
- заощадження газу, електроенергії – 2 бали;
- собівартість обслуговування обладнання – 4 бали
- показники викидів CO і NOx – 2 бали;
- рівень забруднення стічних вод, відходи виробництва – 2 бали
- теплові витрати – 4 бали.

Для проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ загальним екологічним характеристикам присвоєні такі самі бали, що й для проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ, адже проекти плануються до реалізації на одному підприємстві. Специфічні екологічні характеристики проекту були оцінені наступними балами:

- екологічне маркування – 4 бали;
- рівень шумів – 5 балів;
- вібрація – 4 бали;
- заощадження газу – 3 бали;
- заощадження електроенергії – 4 бали;
- собівартість обслуговування обладнання – 4 бали;
- показники викидів CO і NOx – 5 балів;
- рівень забруднення стічних вод, відходи виробництва – 2 бали
- теплові витрати – 4 бали.

Ймовірність втрат вартості ($p(M_2)$) за формулою 2.13 залежно від екологічних параметрів проекту складатиме:

- 1) для інвестиційного проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ:

$$p(M_2) = (13 - 4 - 1) \div (13 - 1) = 0,66$$

2) для інвестиційного проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ:

$$p(M_2) = (13 - 8 - 1) \div (13 - 1) = 0,25$$

Відповідно до знайдених значень ймовірностей втрат вартості проектам згідно вимог Міжнародної фінансової корпорації (табл.2.5) були присвоєні наступні категорії: інвестиційному проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ – категорію В (середній рівень несприятливого впливу на навколишнє середовище); проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ – категорію С (мінімальні або відсутні наслідки несприятливого впливу на навколишнє середовище).

Екологічні характеристики проектів підприємства ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" оцінювались також в контексті загальних та специфічних характеристик. Загальним характеристикам проектів присвоєні наступні бали:

- прозорість і відкритість інформації про екологічні показники та екологічну ефективність діяльності підприємства – 1 бал;
- рівень КСВ на підприємстві – 2 бали;
- екологічні інновації – 0 балів;
- екологічна експертиза – 1 бал;
- екологічний контроль та аудит – 4 бали.

Специфічні екологічні характеристики проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620 оцінені наступним чином:

- екологічне маркування – 0 балів;
- рівень шумів – 4 бали;
- вібрація – 3 бали;
- заощадження газу, електроенергії – 2 бали;
- собівартість обслуговування обладнання – 3 бали
- показники викидів CO і NOx – 3 бали;
- рівень забруднення стічних вод, відходи виробництва – 2 бали

- теплові витрати – 2 бали.

Специфічні екологічні характеристики проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625 отримали наступні оцінки:

- екологічне маркування – 2 бали;
- рівень шумів – 4 бали;
- вібрація – 4 бали;
- заощадження газу, електроенергії – 2 бали;
- собівартість обслуговування обладнання – 4 бали
- показники викидів CO і NO_x – 5 балів;
- рівень забруднення стічних вод, відходи виробництва – 2 бали
- теплові витрати – 4 бали.

Ймовірність втрат вартості для проектів підприємства ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" складатиме:

1) для інвестиційного проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620:

$$p(M_2) = (13 - 2 - 1) \div (13 - 1) = 0,83$$

2) для інвестиційного проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625:

$$p(M_2) = (13 - 6 - 1) \div (13 - 1) = 0,5$$

На основі знайдених значень ймовірностей втрат вартості проектам згідно вимог Міжнародної фінансової корпорації проектам були присвоєні наступні категорії: інвестиційному проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620 – категорію А (високий рівень несприятливого впливу на навколишнє середовище); проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625 – категорію В.

З урахуванням присвоєної категоризації проектів на основі визначених їх екологічних характеристик знайдемо вартісний розрив окремо за кожним фактором: рентабельністю інвестованого капіталу та середньозваженою вартістю капіталу.

Спочатку знайдемо вартісний розрив рентабельності інвестованого капіталу для альтернативних інвестиційних проектів (формула 2.4).

З метою знаходження величини рентабельності інвестованого капіталу, найвищої за галуззю нами проаналізовані показники фінансово-господарської діяльності основних підприємств машинобудування в Україні. На сьогодні до провідних машинобудівних підприємств галузі поряд з ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" та ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" відносяться: "Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання ім. М.В. Фрунзе" (ВАТ "СМВО ім. М.В. Фрунзе"), Публічне акціонерне товариство «Харківський тракторний завод ім. С. Орджонікідзе» (ВАТ «ХТЗ»), Публічне акціонерне товариство «Дружківський машинобудівний завод» (ВАТ «ДМЗ»), Публічне акціонерне товариство «Нафтопромаш», Публічне акціонерне товариство «Азовзагальмаш», Холдингова компанія «АвтоКрАЗ» у формі публічного акціонерного товариства (ПАТ «АвтоКрАЗ»).

Рентабельністю інвестованого капіталу, найвищою у галузі характеризується Холдингова компанія «АвтоКрАЗ» у формі публічного акціонерного товариства (ПАТ «АвтоКрАЗ»). Показник $ROI_{C_{max}}$ складає 36%.

На основі даних фінансової звітності ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" (додаток Е.1) нами визначена рентабельність інвестованого капіталу підприємства, що складає 27%.

В основі розрахунку розриву рентабельності інвестованого капіталу лежить параметр α , що визначає характер поведінки функції розриву залежно від екологічних характеристик проектів.

Розрахунок параметру α за інвестиційними проектами для ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" здійснюватимемо за формулою 2.6.:

- 1) для інвестиційного проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ:

$$\alpha = \frac{2699,29 + 2000}{2699,29 - 1726} = 4,83$$

2) для інвестиційного проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ:

$$\alpha = \frac{2864,19 + 2000}{2864,19 - 2590,27} = 17,76$$

Для підприємства ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" на основі його фінансової звітності (додаток Е.2) величину фактичної рентабельності інвестованого капіталу визначено на рівні 20%.

Величина параметру α за альтернативними інвестиційними проектами підприємства складатиме:

1) для інвестиційного проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620:

$$\alpha = \frac{1211,9 + 1000}{1211,9 - 866} = 1,43$$

2) для інвестиційного проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625:

$$\alpha = \frac{1345,1 + 1000}{1345,1 - 945,17} = 13,8$$

При визначенні параметру α нами були здійснені наступні припущення:

- обсяг додаткового операційного прибутку за проектами прогнозується у розмірі 1,5-2% від розміру загального операційного прибутку для підприємства і розраховується на основі визначення темпу приросту операційного прибутку власне підприємства;

- прогнозування додаткового операційного прибутку за проектами з кращими екологічними характеристиками, зокрема проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ та проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625, здійснюється з урахуванням потенційно можливої економії витрат в складі собівартості продукції (зокрема енерговитрат в результаті реалізації ресурсозберігаючих проектів; економії на сплаті екологічних платежів) та відповідного зростання прибутку;

- реалізація проектів пов'язана з капітальними вкладеннями у виробництво, що передбачає значну частку постійних витрат у загальному обсязі інвестицій, тому їх розмір оцінюємо на основі темпу приросту постійних витрат в цілому за підприємством. Цю величину інвестицій для проектів ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" прогнозуємо у розмірі 2000 тис.грн., відповідно для ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" – 1000 грн.

Проведений розрахунок параметру α для альтернативних інвестиційних проектів дозволяє зробити висновок, що параметр є значно вищим при реалізації проектів з кращими екологічними характеристиками. Це пояснюється тим, що впровадження підприємством заходів з екологоорієнтованої діяльності сприяє поступовому зниженню витрат виробництва у зв'язку з економією використовуваних ресурсів (зниження енергоємності, матеріаломісткості та ін.), дозволяє покращити якісні характеристики виробленої продукції, завдяки чому збільшується попит на продукцію, відповідно зростають обсяги продажів.

На основі розрахованого параметру α , величина якого визначає динаміку логістичної функції залежно від екологічних параметрів проектів, розрив рентабельності інвестованого капіталу у прогнозованому періоді для інвестиційних проектів ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" представлений в таблиці 3.4.

Розрив рентабельності інвестованого капіталу для проектів ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" у прогнозованому періоді показано в таблиці 3.5.

Таблиця 3.4

Прогнозні значення розриву рентабельності інвестованого капіталу (GAP_{ROI}) для інвестиційних проектів ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ"

Показник	Величина GAP_{ROI} за періодами, %									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ										
GAP_{ROI}	9,728	9,445	9,153	8,850	8,540	8,222	7,899	7,571	7,239	6,907
Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ										
GAP_{ROI}	9,882	9,719	9,496	9,195	8,796	8,285	7,650	6,897	6,047	5,144

Таблиця 3.5

Прогнозні значення розриву рентабельності інвестованого капіталу (GAP_{ROI}) для інвестиційних проектів ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"

Показник	Величина GAP_{ROI} за періодами, %					
	1	2	3	4	5	6
Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620						
GAP_{ROI}	9,877	9,754	9,630	9,506	9,381	9,257
Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625						
GAP_{ROI}	9,814	9,580	9,288	8,928	8,496	7,985

Графічне представлення розриву рентабельності інвестованого капіталу показано на рис.3.6 та рис.3.7.

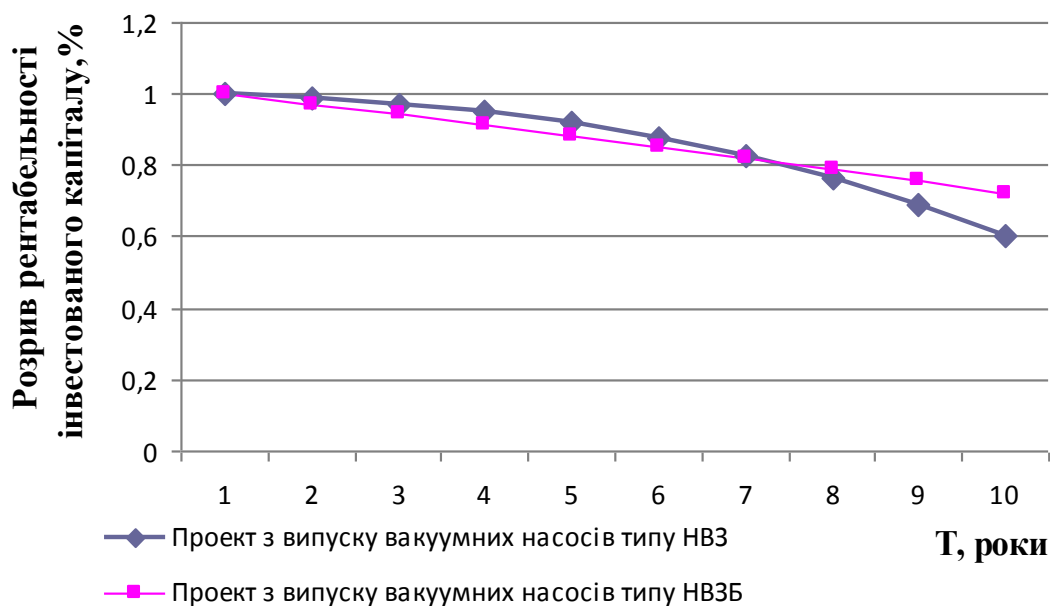


Рис. 3.6. Динаміка розриву рентабельності інвестованого капіталу для інвестиційних проектів ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ"

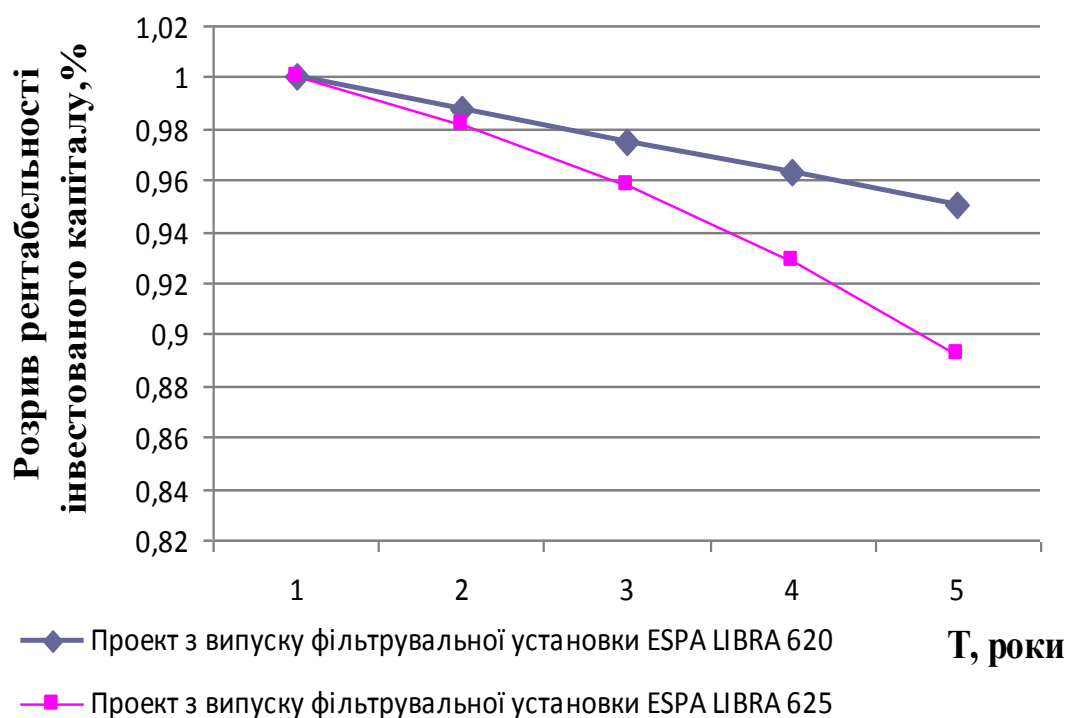


Рис. 3.7. Динаміка розриву рентабельності інвестованого капіталу для інвестиційних проектів ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"

Як видно з рисунків, реалізація проектів з більш низькими екологічними характеристиками (проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ та проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620)

передбачає поступове зниження вартісного розриву в прогнозованому періоді та наближення значень рентабельності підприємств до найкращого в галузі на 3,1% (для ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ") та на 0,75% (для ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ").

Величина вартісного розриву для проектів з кращими екологічними характеристиками (проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ та проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625) знижується більш швидшими темпами і в кінці прогнозованого періоду більш наближена до еталонного значення ROIC: на 4,86% (для ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ") та на 2% (для ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ").

Наступною складовою при оцінці вартісного розриву є величина розриву середньозваженої вартості капіталу.

Перш за все за формулою 2.9 знайдемо ключовий індикатор вартісного розриву WACC, яким виступає параметр екорелевантності r , для інвестиційних проектів промислових підприємств. В основі його визначення лежить розрахунок втрат вартості від реалізації проекту ($PV(FED)$) та додаткових ефектів для підприємства від впровадження ним інвестиційних проектів з відповідними екологічними характеристиками (NFV).

Для інвестиційних проектів підприємства ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" чиста майбутня вартість грошових потоків від реалізації інвестиційного проекту складатиме:

- 1) $NFV = 1726,21$ тис. грн. (проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ);
- 2) $NFV = 2044,98$ тис. грн. (проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ).

Визначення приведених втрат вартості передбачає поряд з врахуванням ймовірності втрат вартості залежно від екологічних характеристик проекту розрахунок рівня фінансових можливостей підприємства у формі інтегрального показника фінансового стану підприємства (формула 2.12):

1) $Z = 0,72$ (при реалізації підприємством проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ);

2) $Z = 0,54$ (при реалізації проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ).

Більш низьке значення інтегрального коефіцієнта при реалізації проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ пояснюється тим, що ефекти від екологоорієнтованої діяльності в основному проявляються в довгостроковій перспективі, при плануванні тактичних показників діяльності спостерігаються в основному зниження коефіцієнтів фінансової незалежності, рентабельності.

Для підприємств машинобудівної галузі показник γ_i оцінюється на рівні 25%.

З метою спрощення подальших розрахунків, зокрема при оцінці інвестиційних проектів з різними строками реалізації, визначимо величину грошових потоків у прогнозованому періоді через розрахунок еквівалентного ануїтету, що характеризує їх усереднене за роками значення.

Величина еквівалентного ануїтету для проектів ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" складатиме:

1) $EA = 2071,45$ тис. грн. (проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ);

1) $EA = 2453,98$ тис. грн. (проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ)

Тоді приведені втрати вартості, розраховані за формулою 2.12, складатимуть:

1) для проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ

$$PV(FD) = 0,25 \times 0,72 \times 2071,45 \times 0,66 \times \frac{1 - (1 + 0,2)^{-1}}{0,2} = 414,29 \text{ тис.грн.}$$

2) для проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ

$$PV(FD) = 0,25 \times 0,54 \times 2453,98 \times 0,25 \times \frac{1 - (1 + 0,2)^{-1}}{0,2} = 245,39 \text{ тис.грн.}$$

Відповідно до проведених розрахунків можна визначити величину параметру екорелевантності:

- 1) $r = 0,28$ (проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ);
- 2) $r = 0,37$ (проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ);

Динаміка середньозваженої вартості капіталу при реалізації альтернативних варіантів проектів представлена на рис. 3.8. При цьому вартісний розрив WACC при реалізації проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ (GAP_{WACC1}) перевищує величину розриву WACC при реалізації проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ (GAP_{WACC2}), що пояснюється більш високими екологічними характеристиками останнього проекту.

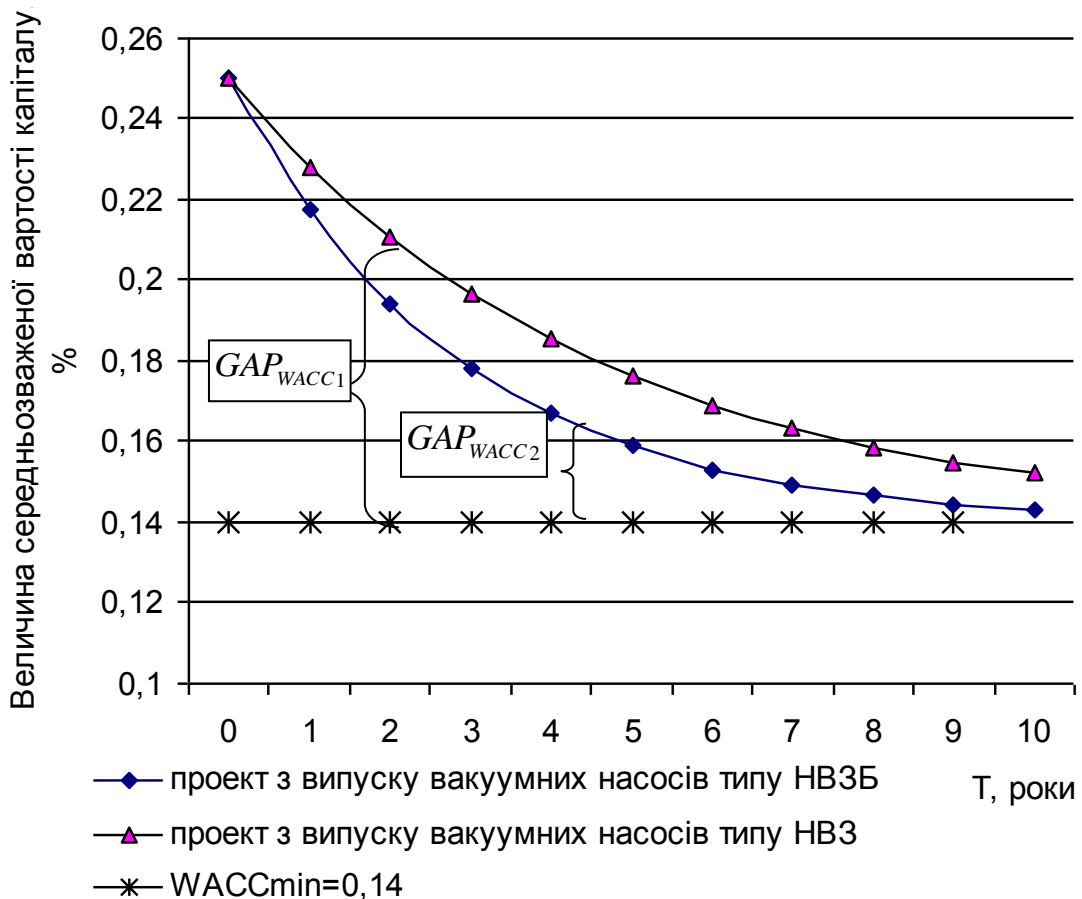


Рис. 3.8. Динаміка WACC та розриву WACC для альтернативних інвестиційних проектів ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ"

Знайдемо величину вартісного розриву за проектами підприємства ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ".

Так, для інвестиційних проектів підприємства чиста майбутня вартість грошових потоків від реалізації інвестиційного проекту складатиме:

1) $NFV = 1483,93$ тис. грн. (для інвестиційного проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620);

2) $NFV = 4653,47$ тис. грн. (для інвестиційного проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625).

Визначення приведених втрат вартості передбачає поряд з врахуванням ймовірності втрат вартості залежно від екологічних характеристик проекту розрахунок рівня фінансових можливостей підприємства у формі інтегрального показника фінансового стану підприємства (формула 2.12):

1) $Z = 0,76$ (при реалізації підприємством проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620);

2) $Z = 0,62$ (при реалізації проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625).

Для підприємств машинобудівної галузі показник γ_i оцінюється на рівні 25%.

Величина еквівалентного ануїтету для проектів ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" складатиме:

1) $EA = 810,25$ тис. грн. (проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620);

2) $EA = 1082,25$ тис. грн. (проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625)

Тоді приведені втрати вартості будуть визначені:

1) для проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620

$$PV(FD) = 0,25 \times 0,76 \times 810,25 \times 0,83 \times \frac{1 - (1 + 0,2)^{-1}}{0,2} = 162,05 \text{ тис.грн.}$$

2) для проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625

$$PV(FD) = 0,25 \times 0,62 \times 1082,25 \times 0,5 \times \frac{1 - (1 + 0,2)^{-1}}{0,2} = 135,28 \text{ тис.грн.}$$

Відповідно до проведених розрахунків можна визначити величину параметру екорелевантності:

- 1) $r = 0,2215$ (проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620);
- 2) $r = 0,354$ (проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625);

Динаміка середньозваженої вартості капіталу при реалізації альтернативних варіантів проектів представлена на рис. 3.9. При цьому вартісний розрив WACC при реалізації проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620 (GAP_{WACC1}) перевищує величину розриву WACC при реалізації проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625 (GAP_{WACC2}), що пояснюється більш високими екологічними характеристиками останнього проекту.

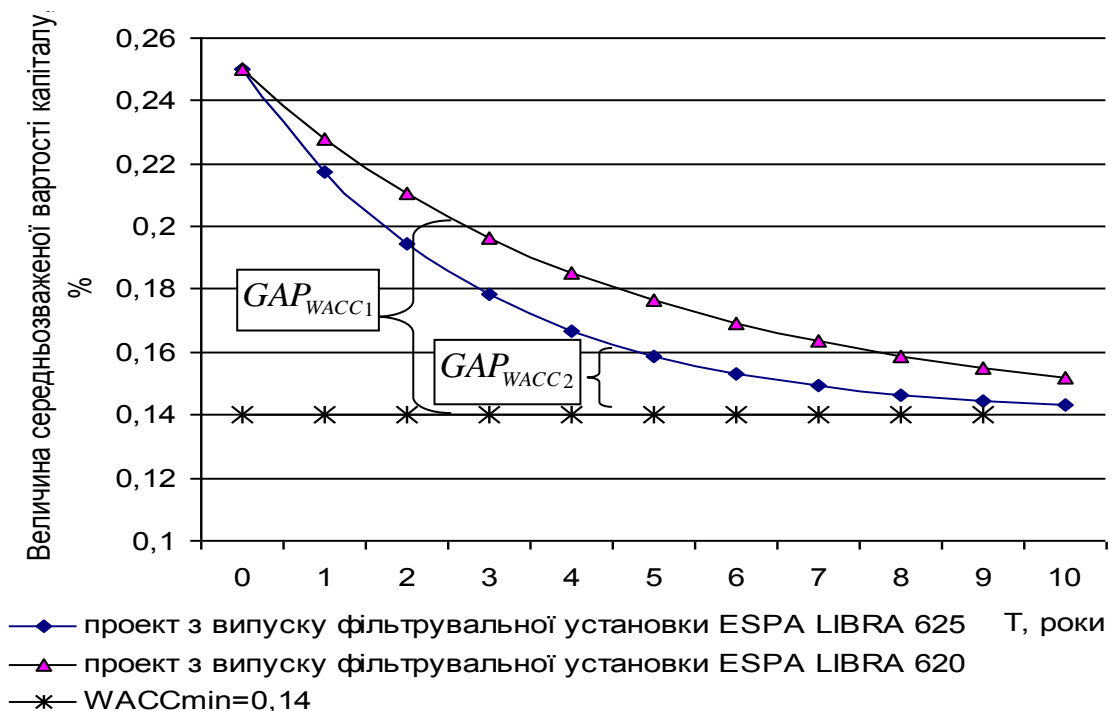


Рис. 3.9. Динаміка WACC та розриву WACC для альтернативних інвестиційних проектів ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ".

З метою визначення загальної величини втрат вартості підприємства в результаті впровадження проектів необхідно знайти вартісний розрив за весь час кожного реалізації проекту.

Для ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ" величина розриву рентабельності інвестованого капіталу за проектом з випуску вакуумних насосів типу НВЗ складатиме:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{ROIC}}) dt = \int_0^{10} \left(\frac{1 + \frac{e^{0,048310-t} - e^{-0,048310-t}}{e^{0,048310-t} + e^{-0,048310-t}}}{1 + \frac{e^{0,048310} - e^{-0,048310}}{e^{0,048310} + e^{-0,048310}}} \right) dt = 8,5\%$$

Величина розриву середньозваженої вартості капіталу для проекту з випуску вакуумних насосів типу НВЗ:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{WACC}}) dt = \int_0^{10} (0,03 \times e^{-0,28t}) dt = 15,6\%$$

Загальна величина розриву за інвестиційним проектом з випуску вакуумних насосів типу НВЗ складатиме:

$$\text{GAP}_{\text{VALUE}} = 24,1\%$$

Величина розриву рентабельності інвестованого капіталу за інвестиційним проектом з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ складатиме:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{ROIC}}) dt = \int_0^{10} \left(\frac{1 + \frac{e^{0,177610-t} - e^{-0,177610-t}}{e^{0,177610-t} + e^{-0,177610-t}}}{1 + \frac{e^{0,177610} - e^{-0,177610}}{e^{0,177610} + e^{-0,177610}}} \right) dt = 8,4\%$$

Розрив WACC за інвестиційним проектом з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{WACC}}) dt = \int_0^{10} (0,03 \times e^{-0,37t}) dt = 4,2\%$$

Загальна величина розриву за інвестиційним проектом з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ дорівнюватиме:

$$\text{GAP}_{\text{VALUE}} = 12,6\%$$

Знайдемо величину вартісного розриву ROIC та WACC за альтернативними проектами для ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ".

Розрив ROIC для проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{ROIC}}) dt = \int_0^{10} \left(\frac{1 + \frac{e^{0,0143(10-t)} - e^{-0,0143(10-t)}}{e^{0,0143(10-t)} + e^{-0,0143(10-t)}}}{1 + \frac{e^{0,0143 \cdot 10} - e^{-0,0143 \cdot 10}}{e^{0,0143 \cdot 10} + e^{-0,0143 \cdot 10}}} \right) dt = 9,4\%$$

Величина розриву середньозваженої вартості капіталу для проекту з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{WACC}}) dt = \int_0^{10} (0,03 \times e^{-0,2215t}) dt = 12,1\%$$

Загальна величина розриву за інвестиційним проектом з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620:

$$\text{GAP}_{\text{VALUE}} = 21,5\%$$

Величина розриву рентабельності інвестованого капіталу за інвестиційним проектом з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625 складатиме:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{ROIC}}) dt = \int_0^{10} \left(\frac{1 + \frac{e^{0,138(10-t)} - e^{-0,138(10-t)}}{e^{0,138(10-t)} + e^{-0,138(10-t)}}}{1 + \frac{e^{0,138 \cdot 10} - e^{-0,138 \cdot 10}}{e^{0,138 \cdot 10} + e^{-0,138 \cdot 10}}} \right) dt = 8,2\%$$

Розрив WACC за інвестиційним проектом з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625:

$$\int_t^T (\text{GAP}_{\text{WACC}}) dt = \int_0^{10} (0,03 \times e^{-0,354t}) dt = 8,1\%$$

Загальна величина розриву за інвестиційним проектом з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625 дорівнюватиме:

$$\text{GAP}_{\text{VALUE}} = 16,3\%$$

Результати оцінки загальної величини вартісного розриву (ВР) та поелементно за факторами рентабельності (GAP_{ROIC}) та середньозваженої вартості капіталу (GAP_{WACC}) подані в таблиці 3.6.

Таблиця 3.6

Результати оцінки величини ВР за альтернативними інвестиційними проектами

Показник	ПАТ "Сумський завод «НАСОСЕНЕРГОМАШ»		ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"	
	Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ	Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ	Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620	Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625
GAP_{ROIC}	0,085	0,084	0,094	0,082
GAP_{WACC}	0,156	0,042	0,121	0,081
GAP_{value}	0,241	0,126	0,215	0,163

Проведені розрахунки показали, що для підприємств ПАТ "Сумський завод «НАСОСЕНЕРГОМАШ» та ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" загальна величина ВР в результаті реалізації проектів з кращими екологічними характеристиками є нижчою, що забезпечується переважно за рахунок величини розриву WACC порівняно з розривом ROIC. Це пояснюється специфікою діяльності досліджуваних машинобудівних підприємств. Так, вартість фінансових ресурсів в структурі капіталу, зокрема вартість інвестиційних та кредитних ресурсів, знижуватиметься з часом в результаті підвищення привабливості та довіри з боку інвесторів до екологічно спрямованих у своїй діяльності суб'єктів господарювання. В той же час обсяги продажів та обсяги виручки, що є ключовими показниками при визначенні рентабельності, екоспрямованих підприємств, проявляються в основному в довгостроковій перспективі, чим і пояснюється незначна частка розриву ROIC в його загальній величині.

З метою визначення напрямів подальшого управління вартісними розривами проведемо аналіз еластичності показника розриву до факторів, що

його визначають. Результати аналізу представлено в таблиці 3.7.

Таблиця 3.7

Аналіз чутливості величини вартісного розриву (ВР) до факторів розриву

Показник	ПАТ "Сумський завод «НАСОСЕНЕРГОМАШ»		ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"	
	Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗ	Проект з випуску вакуумних насосів типу НВЗБ	Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 620	Проект з випуску фільтрувальної установки ESPA LIBRA 625
Зміна величини розриву у % в результаті зміни факторів розриву на 1%				
ЕВІТ	2	2	2,5	2
I	2,5	2	1	1,5
i	0,5	1	1	0,5
NFV	1,5	1,5	1,5	1,5
EA	2	2	2	1,5
γ	1	1	1,5	1
p	3	4	3,5	3

Проведений аналіз показав, що величина ВР найбільш чутлива до зміни таких факторів розриву, як: ймовірність втрат вартості від реалізації інвестиційних проектів; обсяг інвестиційних ресурсів у проекти; операційний прибуток.

Визначення фінансовим менеджментом підприємства найбільш чутливих факторів вартості дозволить сформулювати комплекс управлінських рішень щодо подальшого управління ними та контролю з метою зниження ВР в межах обраного підприємством проекту.

Отже, дотримання підприємствами екологоорієнтованої діяльності формує додаткові резерви зростання вартості. Запропонований науково-методичний підхід до управління вартістю на основі ВР надає можливість підприємству обирати інвестиційні проекти, що дозволяють мінімізувати величину ВР та сприятимуть в перспективі зростанню вартості підприємства.

Висновки до розділу 3

1. В основі удосконалення вартісно-орієнтованого управління підприємством лежить підвищення його ефективності відповідно до нових вимог та тенденцій, що диктує зовнішнє середовище. В результаті проведеного аналізу обґрунтовано зростання ролі корпоративної соціальної відповідальності як нефінансового фактору стратегічного розвитку.

2. Приймаючи до уваги той факт, що вартісно-орієнтоване управління є комплексною системою управління організацією вплив факторів екологічного характеру обґрунтовано враховувати в контексті кожної складової системи управління, розглядаючи її як окремий механізм управління вартістю.

3. З огляду на довгостроковий характер прояву впливу екологічного чинника (у вигляді ефектів або ризиків) на фінансово-економічні показники діяльності серед механізмів управління вартістю, які доцільно будувати на основі методу вартісного розриву, запропоновано розглядати механізм вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого управління фінансовою діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого стратегічного управління.

4. Мету та завдання управління за кожним механізмом управління обґрунтовано формувати на основі розширення критеріальної бази оцінювання управлінських рішень шляхом оцінювання загальної величини вартісного розриву – для механізму вартісно-орієнтованого стратегічного управління та окремо за факторами ROIC та WACC – відповідно для механізму вартісно-орієнтованого управління інвестиційною та фінансовою діяльністю. Використання методу вартісного розриву у вартісному управлінні дозволяє розширити об'єктну базу та аналітичний апарат існуючих механізмів вартісного управління.

5. Механізм стратегічного управління визначено як базовий механізм з точки зору подальшого удосконалення механізму управління інвестиційною та фінансовою діяльністю. Процес вартісно-орієнтованого стратегічного управління запропоновано здійснювати з урахуванням методу вартісного розриву. Аналіз факторів вартісного розриву, його оцінка та прогнозування здійснюються відповідно до етапів вартісно-орієнтованого стратегічного управління.

6. Запропонований в роботі метод вартісного розриву дозволив розширити можливості існуючого методичного апарату оцінювання інвестиційних рішень підприємства з урахуванням впливу екологічного чинника. На відміну від традиційних методів оцінки інвестиційних проектів, метод вартісного розриву дозволяє врахувати вплив екологічного чинника при оцінці найбільш ефективного інвестиційного проекту.

7. Механізм управління фінансовою діяльністю запропоновано формувати на основі методу оцінювання та прогнозування розриву WACC. Об'єктом управління визначено динаміку розриву WACC.

8. Процес управління вартісним розривом запропоновано здійснювати на основі важелів операційної та фінансово-інвестиційної діяльності. До важелів операційної діяльності пропонується включати постійні витрати і обсяг виробництва (в межах релевантного інтервалу), змінні витрати, операційний прибуток, ціну за одиницю продукції, амортизаційні відрахування. Їх застосування спрямоване на підвищення ефективності виробничої діяльності за рахунок акумулювання внутрішніх резервів підприємства, не залучаючи додаткові інвестиційні ресурси. До важелів фінансово-інвестиційної діяльності пропонується відносити традиційні інструменти: облігаційні займи, лізинг, кредити, проектне фінансування тощо. Ефективними інструментами управління є рівень фінансового левериджу, вартість капіталу тощо.

Вибір таких важелів в роботі обґрунтовано здійснювати залежно від фінансових можливостей підприємства та безпосередньо величини

вартісного розриву. Виділені зони використання важелів управління залежно від комбінації результатів такої оцінки: зона використання важелів операційної діяльності; зона використання переважно важелів операційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів фінансово-інвестиційної діяльності; зона використання переважно важелів фінансово-інвестиційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів операційної діяльності; зона використання важелів фінансово-інвестиційної діяльності.

9. У дослідженні обґрунтовано використання обмеження щодо обсягів фінансування заходів з управління вартісним розривом. Таким обмеженням може виступати структура капіталу підприємства. Періодичне оцінювання підприємством власної структури капіталу (при плануванні заходів з управління вартісним розривом) дозволить підтримувати пропорції щодо джерел фінансування на необхідному рівні.

10. З метою вибору найбільш доцільної моделі формування оптимальної структури капіталу, що слугуватиме обмеженням при управлінні вартісним розривом, проведено аналіз існуючих моделей. З урахуванням переваг поряд з іншими теоріями структури капіталу визначено динамічну компромісну теорію формування джерел фінансування як основу для визначення обмеження при реалізації управління на основі методу вартісного розриву.

Основними перевагами моделі визначені наступні: врахування ризиків банкрутства; відображення змін структури в динаміці; можливість врахування екологічного чинника впливу шляхом розширення бази ризиків або через компенсаторний механізм у формі додаткових ефектів для підприємства в розрізі фінансової, інвестиційної, операційної діяльності.

11. Проведена апробація запропонованого підходу до оцінювання та прогнозування вартісного розриву на прикладі машинобудівних підприємств ПАТ "СУМСЬКИЙ ЗАВОД «НАСОСЕНЕРГОМАШ» та ТОВ «Конструкторське бюро «УКРСПЕЦМАШ». Проведені розрахунки показали,

що величина вартісного розриву за проектами із кращими екологічними характеристиками є нижчою, ніж за менш екологічними проектами.

Аналіз еластичності показника розриву до факторів показав, що ключовими факторами, до зміни яких найбільше чутлива величина вартісного розриву, є: ймовірність втрат вартості від реалізації інвестиційних проектів; обсяг інвестиційних ресурсів у проекти; операційний прибуток. Визначення ключових факторів вартісного розриву дозволить фінансовому менеджменту підприємства розробити відповідний набір заходів з метою подальшого управління ними.

Таким чином, отримані значення вартісних розривів дозволять фінансовим менеджерам зазначених підприємств приймати рішення щодо реалізації проекту із заміни технології виробництва, що сприятиме зниженню розміру потенційних втрат вартості підприємства.

Основні положення цього розділу були опубліковані автором у працях [129; 136; 137; 139; 140; 142].

ВИСНОВКИ

У дисертації наведені теоретичне узагальнення та нове вирішення наукового завдання, що полягає в удосконаленні механізмів управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку на основі методу вартісних розривів. Результати дослідження подано такими положеннями:

1. У сучасному ринковому середовищі спостерігається зростання впливу екологічного фактора на фінансово-господарську діяльність підприємств. Цей вплив проявляється як у додаткових вигодах, так і додаткових ризиках і відображається у зміні вартісних індикаторів. Наявність такого впливу розширює коло завдань фінансового менеджменту підприємства.

Аналіз впливу екологічного фактора на результати інвестиційної, фінансової та операційної діяльності підприємства виявив резерви зростання вартості, які для машинобудівних підприємств пов'язані з управлінням діловою репутацією, формуванням бізнес-портфеля, операційним ризик-менеджментом, ефективним використанням ресурсів.

2. Обґрунтовано необхідність використання концепції вартісно-орієнтованого управління (Value Based Management) як основи для формування механізмів управління підприємством, що узгоджуються з концепцією соціальної відповідальності й адаптуватимуть діяльність суб'єкта господарювання до нових факторів зовнішнього впливу. Формування цих механізмів повинне враховувати взаємозв'язок фінансових і нефінансових факторів вартості, що дозволить узгоджувати інтереси фінансових та нефінансових стейкхолдерів, розкрити шляхи досягнення результатів діяльності підприємства.

3. Сформовано класифікацію факторів вартості екологічного характеру за ознаками: за відношенням до підприємства (зовнішні, внутрішні); за

можливістю управління факторами (керовані та некеровані); за характером прояву у часі (поточного впливу та відтермінованої дії); за переважним проявом впливу (фактори, вплив яких проявляється через зміну показників операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;); за рівнем релевантності (релевантні і нерелевантні).

4. Для аналізу впливу факторів вартості екологічного характеру на вартість підприємства запропоновано використовувати геп-аналіз. Основою проведення геп-аналізу вартості підприємства є вартісний розрив, який запропоновано розглядати як потенційну втрату вартості, зумовлену вибором підприємством стратегії розвитку з відповідними екологічними характеристиками та кількісно визначати як суму розриву рентабельності інвестованого капіталу та розриву середньозваженої вартості капіталу.

Оцінювання та прогнозування загального розміру вартісного розриву запропоновано здійснювати на базі моделі EVA окремо за кожним фактором розриву та визначати як суму розриву рентабельності інвестованого капіталу та розриву середньозваженої вартості капіталу, розрахованими за період управління вартістю (період реалізації інвестиційного проекту).

5. На базі дослідження залежності середньозваженої вартості капіталу підприємства від здійснюваної ним політики екологічної відповідальності запропоновано модель, що характеризує зміну величини вартісного розриву за середньозваженою вартістю капіталу у часі, в основу якої покладено параметр екорелевантності.

Оцінювання розриву рентабельності інвестованого капіталу підприємства у динаміці запропоновано здійснювати на основі логістичної функції, вигляд якої визначає параметр, що характеризує вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на рентабельність інвестованого капіталу і розраховується на основі загального левериджу.

6. З метою використання вартісного розриву в управління вартістю запропоновано формувати профіль вартісного розриву, що дозволяє ідентифікувати на економічному горизонті управління вартістю

підприємства інтервал застосування важелів операційної діяльності та інтервал застосування важелів фінансово-інвестиційної діяльності, використання яких мінімізує вартісний розрив у процесі реалізації підприємством стратегії розвитку з відповідними екологічними характеристиками.

7. Обґрунтовано використання методу вартісного розриву в механізмах вартісно-орієнтованого управління фінансовою та інвестиційною діяльністю, механізмі вартісно-орієнтованого стратегічного управління, що дозволяє розширити аналітичний апарат існуючих механізмів вартісного управління.

Механізм стратегічного управління передбачає формування стратегії управління вартістю, спрямованої на зниження величини вартісного розриву, з дотриманням екологоорієнтованого вектору діяльності. Використання методу вартісного розриву в механізмі управління фінансовою діяльністю передбачає орієнтовано на управління структурою капіталу, виходячи із критерію мінімізації розриву WACC. Механізм управління інвестиційною діяльністю формуються з урахуванням орієнтації на мінімізацію розриву ROIC з відповідними коригуваннями завдань та функцій управління.

8. Практичні оцінки та прогнозування вартісного розриву рентабельності та вартості капіталу підприємства було проведено на прикладі машинобудівних підприємств: ПАТ «Сумський завод «НАСОСЕНЕРГОМАШ» та ТОВ «Конструкторське бюро «УКРСПЕЦМАШ». Проведені розрахунки показали, що величина вартісного розриву за проектами із кращими екологічними характеристиками є нижчою, ніж за менш екологічними проектами. Таким чином, отримані значення вартісних розривів дозволять фінансовим менеджерам зазначених підприємств приймати рішення щодо реалізації проекту із заміни технології виробництва, що сприятиме зниженню розміру потенційних втрат вартості підприємства.

ДОДАТКИ
ДОДАТОК А

Таблиця А.1

Аналіз підходів до оцінки впливу екологоорієнтованої діяльності підприємства на його вартість (складено за матеріалами [15; 16; 70; 71; 115])

Назва підходу	Основні постулати підходу	Переваги підходу	Недоліки підходу
Індексний підхід	Зростання вартості за рахунок збільшення попиту на акції екологоорієнтованих підприємств, що включені у фондові індекси	- розрахунок на основі відкритої публічної інформаційної бази; - взаємозв'язок вартості з соціальними фондовими індексами	- обмеження щодо використання підприємствами, що функціонують на національному ринку; - неточність визначення функції залежності ринкової вартості від попиту на акції підприємства
Підхід на основі грошових потоків	Акумуляування додаткових грошових потоків від впровадження екологічної політики на підприємстві	- широкий перелік елементів надходжень та відтоків грошових коштів від здійснення підприємствами екологоорієнтованої діяльності	- складність формалізації грошових потоків від екологоорієнтованої діяльності; - необ'єктивність оцінки через відсутність достатньої статистичної інформації, постпрогнозний характер грошових потоків
Підхід на основі екологічної вартості (ЕВ)	Екологічний менеджмент як окрема бізнес-одинаця підприємства, екологічна вартість як фактор вартості	- широка деталізація факторів (фінансові та нефінансові) ЕВ за рівнями ієрархії управління на підприємстві; - узгодження процесу управління факторами ЕВ з циклом управління вартістю підприємства; - розробка збалансованої системи еколого-економічних показників.	- сутність поняття "екологічна вартість" є невизначеним автором в повній мірі та дискусійним для подальшого використання; - необґрунтовано сутність та не наведено алгоритм розрахунку запропонованих автором фінансових факторів ЕВ: екологічний прибуток, екологічна собівартість, екологічна виручка, екологічні інвестиції.
Підхід на основі загальної економічної цінності	- оцінка вартості підприємства з позицій максимізації суспільного добробуту; - залежність величини вартості від інтенсивності використання природних ресурсів.	- урахування суспільних інтересів; - врахування в оцінці вартості оцінки ринкових та неринкових (клімат, ландшафти) природних благ.	- відсутні формалізовані методики розрахунку таких елементів, як вартість недовикористання, вартість існування, вартість непрямого використання. - не враховує взаємозв'язок між фінансовими показниками та екологічним чинником впливу.

ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1

Фінансові інструменти екологічного регулювання за характером впливу на поведінку товаровиробників (складено на основі [25; 40; 67])

Назва інструменту	Характеристика інструментів
Стимулюючі інструменти	
Екологічні субсидії	Представляють собою цільову безповоротну допомогу в грошовій або натуральній формі, що надається за рахунок коштів державного бюджету суб'єктам підприємницької діяльності для здійснення ними природоохоронних проектів, ресурсозберігаючих програм, фінансування НДР. Включають податкові кредити, звільнення від сплати податків, пільгові позики, відстрочення платежу, списання боргів, надання послуг за цінами, нижчими за витрати.
Податкові пільги	Використовуються для стимулювання виробничо-господарської діяльності підприємств, яка спрямована на здійснення раціонального використання природних ресурсів, уникнення появи відходів виробництва та споживання.
Природоохоронні державні (муніципальні) інвестиції	Використання коштів для здійснення заходів, спрямованих на покращення стану навколишнього середовища і використання природних ресурсів.
Облігаційне фінансування	Екологічна облігація, що імітується підприємством на етапі планування ним подальшої виробничої діяльності в рамках раціонального використання природних ресурсів. Має довгостроковий характер. Спрямована на оновлення матеріально-технічного обладнання сучасними новітніми ресурсозберігаючими технологіями та очисними спорудами.
Компенсація вартості позики на еко-проект	Застосовується з метою заохочення інвестицій у природоохоронну сферу шляхом надання гарантій інвесторам. Знижує фінансові та економічні ризики у виробничо-господарській діяльності, яка спрямована на покращення використання довкілля та природних ресурсів. Це юридичне зобов'язання виплатити компенсацію кредиторю у разі неплатоспроможності позичальника, який взяв позику на реалізацію проекту в природоохоронній сфері.
Регулюючі інструменти	
Аукціонна торгівля дозволами на забруднення довкілля	Сприяють формуванню вільного ринку торгівлі дозволами на забруднення в межах установлених місцевою адміністрацією загальних обсягів викидів. Надають можливість адміністрації контролювати загальну виробничу діяльність місцевості та отримувати суми обов'язкових щорічних платежів.
Квоти на добування природних ресурсів	Направлені на регулювання надходження у виробничий процес вичерпних природних ресурсів
Квоти на забруднення	Слугують для регулювання граничної межі викидів забруднюючих речовин.

Продовження таблиці Б.1

Екологічні бони	Екологічна облигація, що купується підприємствами, які завдають шкоду навколишньому середовищу в процесі виробничо-господарської діяльності. При дотриманні взятих екологічних зобов'язань кошти за облигацію, враховуючи відсотки, повертаються природокористувачеві.
Повернена еко-застава	Передбачає внесення застави за продукцію, яка на останньому етапі життєвого циклу забруднює навколишнє середовище відходами споживання та повернення застави при самостійній утилізації чи повторному споживанні. Надають можливість контролювати раціональне використання природних ресурсів. Використовуються у галузях виробництва з високим рівнем матеріалоємності.
Екологічні податки на продукцію	Встановлюються, коли продукція на одному з етапів свого життєвого циклу завдає шкоди довкіллю.
Екологічне мито	Мито на експорт: - стягується з продукції, виробництво якої в країні, звідки вона вивозиться, пов'язано з нанесенням еколого-економічного збитку; - звільняється продукція, експорт якої сприяє заміщенню виробництва матеріалоємної, енергоємної продукції. Мито на імпорт: - стягується з продукції, експлуатація якої в країні може призвести до екологічних збитків; - звільняється продукція екологічного призначення.
Екологічне страхування	Передбачає перекладення відповідальності за непередбачену екологічну шкоду на страхові компанії з послідуочим перестраховуванням (перерозподілом ризиків).
Компенсація витрат на зменшення обсягів викидів	Спеціальне відшкодування забруднювачам довкілля, що виплачується у разі, якщо вони за рахунок впроваджених нових технологій зменшили викиди у довкілля.
Адміністративні інструменти	
Плата за забруднення довкілля	Слугує для відшкодування виробником негативних наслідків діяльності, пов'язаних з викидами шкідливих речовин, розміщенням відходів виробництва, шумовим, радіаційним забрудненням.
Штрафи за порушення екологічного регулювання	Грошове покарання у вигляді стягнення з винуватців визначеної суми грошових коштів за недотримання норм природокористування, що передбачені законодавством та екологічними стандартами.
Адміністративні платежі	Передбачаються чинним законодавством, інструкціями та постановами органів влади. Стягуються з юридичних чи фізичних осіб при порушенні встановлених вимог. Застосовуються для попередження нераціонального використання природних ресурсів та покращення екологічної безпеки.

ДОДАТОК В

Таблиця В.1

Відображення у грошових потоках та ставці дохідності результатів задоволення інтересів стейкхолдерів [2]

<i>Категорія стейкхолдерів</i>	<i>Відображення в грошових потоках компанії</i>		<i>Відображення в ставці дисконтування через премію за ризик</i>
	<i>Притоки</i>	<i>Відтоки</i>	
Співробітники	Додаткові доходи завдяки зростанню продуктивності працівників	Заробітна плата, стимулюючі виплати	Зниження премії за внутрішні ризики завдяки більш стійкому виробництву
Топ-менеджери	Додаткові доходи завдяки більш успішним управлінським діям	Поточні та одноразові заохочення за результати праці. Контроль діяльності менеджерів	Зниження премії за внутрішні ризики завдяки більш стійкому росту фінансових результатів, премії за систематичний ризик завдяки підтриманню помірного рівня операційного та фінансового важелів
Дилери	Додаткові доходи завдяки зростанню обсягів продажів	Надання цінних знижок, відстрочок платежів, підтримка дилерів у рамках умов укладеного договору	Зниження премії за внутрішні ризики компанії завдяки більш високим та стійким продажам
Постачальники	Отримання цінних знижок, відстрочок платежів, поставок продукції більш високої якості, що забезпечує ріст доходів від продажів	Забезпечення ліквідності за рахунок доходів та доходності	Зниження премії за внутрішні ризики завдяки більш стійкому виробництву
Акціонери	Доходи від продажу нових емісій акцій	Виплата дивідендів, викуп акцій, витрати на внутрішній аудит та контроль	Зниження премії за ризик за рахунок високого рівня корпоративного управління
Кредитори	Надходження боргового капіталу	Виплата відсотків за боргом, підтримка прийнятної ліквідності за рахунок доходів та доходності через обмеження боргового капіталу	Збільшення премії за фінансовий ризик в результаті порушення боргових зобов'язань

Продовження таблиці В.1

Органи державної та муніципальної влади	Додаткові доходи завдяки законодавчій підтримці бізнесу, наданих гарантій	Виплата податків, зборів, платежів	Зниження премії за ризику країни завдяки успішному співробітництву влади та бізнесу
Споживачі	Додаткові доходи завдяки зростанню обсягів продажів	Надання цінових знижок, відстрочки платежів, витрати на підвищення якості, оновлення продукції, розширення асортименту, забезпечення безпеки у споживанні	Зниження премії за внутрішні ризики компанії завдяки більш високим та стійким продажам
Соціальні та суспільні організації	Додаткові доходи в результаті зростанню продажів завдяки високому суспільному іміджу	Витрати на проведення заходів паблік-рілейшенс. Екологічні заходи та заходи безпеки	Зниження премії за внутрішні ризики компанії завдяки більш високим та стійким продажам
Конкуренти	Не виявлені	Зниження грошового доходу компанії як наслідок дій конкурентів, витрати на забезпечення конкурентних переваг	Збільшення премії за внутрішні ризики через негативний вплив дій конкурентів та витрат на забезпечення конкурентних переваг

ДОДАТОК Г

Таблиця Г.1

Порівняльна характеристика моделей оцінки вартості в рамках концепції VBM в умовах екологоорієнтованої діяльності підприємства
(складено на основі [38; 46; 47; 49; 57; 68])

Моделі оцінки вартості	Врахування очікувань майбутніх результатів діяльності	Рівень складності розрахунку	Можливість представлення у вигляді системи драйверів	Індикатор моделі, що може враховувати вплив факторів вартості екологічного характеру
Моделі оцінки вартості розраховані на базі бухгалтерських оцінок				
Залишковий чистий прибуток (RE)	Не враховує	Низький, простий для розрахунку і розуміння на всіх рівнях менеджменту	Висока, легко розкладається на систему драйверів	K_e – ставка вартості власного капіталу
Залишковий операційний прибуток (ReOI)	Частково враховує через визначення очікуваної структури капіталу (ставки k_w)	Низький, простий для розрахунку і розуміння на всіх рівнях менеджменту	Висока, легко розкладається на систему драйверів	K_w – середньозважена вартість капіталу (у вартості платних джерел фінансування)
Моделі оцінки вартості, розраховані на основі змішаної бази (балансова вартість + грошові потоки)				
Додана економічна вартість (EVA)	Частково враховує через визначення очікуваної структури капіталу (ставки k_w)	Середній, ускладнюється коригуванням на капітальні еквіваленти	Висока, легко розкладається на систему драйверів	K_w – середньозважена вартість капіталу Коригування: - амортизація ділової репутації - невизнана ділова репутація
Чистий економічний доход (NEI)	Часткова, через механізми економічної амортизації	Середній, зумовлений правильним розумінням економічної амортизації	Середня	в ставці дисконтування
Моделі оцінки вартості, розраховані на основі грошової бази				
Грошова рентабельність інвестицій (CFROI)	Враховані	Висока, складний для розрахунку	Низька, важко розкладається на драйвери	K_w – середньозважена вартість капіталу (у вартості платних джерел фінансування)

Продовження таблиці Г.1

Додана акціонерна вартість (SVA)	Враховує	Висока, складна для розрахунку	Висока, легко розкладається на драйвери	
Додана грошова вартість (CVA)	Частково враховує через механізми економічної амортизації	Середній, зумовлений правильним розумінням економічної амортизації	Висока, легко розкладається на драйвери	Kw - середньозважена вартість капіталу (у вартості платних джерел фінансування)
Моделі оцінки вартості, розраховані на ринковій базі				
Загальна віддача на акціонерний капітал (TSR)	Враховує	Низька, базується на реально спостерігаємих параметрах	Низька	безпосередньо вартість цінного паперу

ДОДАТОК Г

Таблиця Г.1

Підходи до визначення сутності поняття "механізм" та "механізм управління"
[77; 78; 90; 100; 117]

№	Поняття	Автори визначення	Сутність поняття
1	Механізм	Нижник Н.Р., Машков О.А.	Послідовність станів процесів, які визначають собою які-небудь дії, явища; система, пристрій, який визначає порядок якого-небудь виду діяльності
2	Механізм	Словник іншомовних слів	сукупність проміжних станів або процесів будь-яких явищ
3	Механізм управління	Хміль Ф.І.	Категорія управління, що включає цілі управління, елементи об'єкта та її зв'язки, на які здійснюється вплив, дії в інтересах досягнення цілей, методи впливу, матеріальні та фінансові ресурси управління соціальним та організаційним потенціалами
4	Механізм управління	Румянцев З.П.	являє собою сукупність таких елементів, як організаційні форми і структури управління, методи і важелі впливу, що забезпечують ефективну реалізацію характерних для виробництва цілей і найбільш повно на даному етапі задовольняють суспільні, колективні і індивідуальні інтереси і потреби
5	Механізм управління	Пономаренко В.С	сукупність форм, структур, методів і засобів управління, об'єднаних спільністю мети, за допомогою яких здійснюється узгодження суспільних, групових і особистих інтересів, забезпечуються функціонування і розвиток підприємства як соціально-економічної системи.
6	Організаційно-економічний механізм	Лисенко Ю., Сгоров П.	система формування цілей і стимулів, які дозволяють перетворити у процесі трудової діяльності рух матеріальних і духовних потреб членів суспільства на рух засобів виробництва і його кінцевих результатів, спрямованих на задоволення платоспроможного попиту споживачів.
7	<i>Механізм управління (авторський підхід)</i>		<i>складна функціональна система, що включає суб'єкти, об'єкти управління, їх взаємодію шляхом використання методів та важелів впливу, що в цілому сприяє забезпеченню ефективної реалізації цілей підприємства і задоволенню суспільних, колективних і індивідуальних інтересів і потреб</i>

ДОДАТОК Д

Таблиця Д.1

Порівняльна характеристика моделей формування оптимальної структури капіталу на основі теоретичних концепцій (складено на основі [27; 41; 59; 89; 95; 102; 106; 108; 113])

Теорія	Критерій оптимальності	Переваги і особливості використання	Недоліки та обмеження
Статичні теорії структури капіталу			
Традиційна теорія	Мінімізація середньозваженої вартості капіталу	<ul style="list-style-type: none"> - окремо враховує вартість боргу і акціонерного капіталу; - враховує усі існуючі види ризиків, інформація про які доступна учасникам фінансового ринку; - узгоджує інтереси власників і кредиторів, їх ризики і необхідні дохідності (через процентні ставки власного і боргового капіталу) 	<ul style="list-style-type: none"> - не враховує трансакційних витрат і інформаційної асиметрії; - використовується для прикладних розрахунків, без можливості аналізу причин і факторів впливу; - може застосовуватись в умовах розвиненого, ліквідного, диверсифікованого фондового ринку та довгострокових історичних даних; - має невідповідності емпіричним даним
Компроміс на статична теорія	Максимізація різниці податкового щита та витрат фінансової нестійкості	<ul style="list-style-type: none"> - враховує податкові вигоди боргового фінансування і витрати фінансової нестійкості 	<ul style="list-style-type: none"> - не пояснює дій менеджерів у періоди зміни ринкової капіталізації; - складність визначення явних і особливо неявних витрат банкрутства; - неоднозначність визначення фінансової складової витрат банкрутства, факту (моменту) і часового горизонту банкрутства; - проблеми з інформаційним забезпеченням оцінки вірогідності банкрутства; - перебільшує вмотивованість компанії оптимізувати структуру капіталу для одержання податкової знижки; - не враховує динамічної зміни структури капіталу; - не враховує трансакційні витрати, які супроводжують процес рекапіталізації

Продовження таблиці Д.1

Теорія Модільяні-Міллера (розширена модель)	Максимізація величини податкового щита	<ul style="list-style-type: none"> - визначає оптимальність структури капіталу на основі максимізації майбутніх грошових потоків; - враховує податкові пільги боргового фінансування 	<ul style="list-style-type: none"> - використовується на досконалому ринку; - виходить з умови симетричності інформації між інвесторами і менеджерами; - не враховує агентських конфліктів; - не враховує прями та непрямі витрати банкрутства
Динамічні теорії структури капіталу			
Теорія ієрархії (порядку фінансування)	Мінімізація вартості і ризиків фінансування	<ul style="list-style-type: none"> - враховує значимість фінансового резерву; - описує вибір найдешевших джерел фінансування за умови збереження фінансової стабільності 	<ul style="list-style-type: none"> - є ефективною для великих компаній, для яких доступне облігаційне фінансування; - визначає агентські ризики, динаміку структури капіталу на короткострокову перспективу на підставі прогнозу прибутковості; - використовує не кількісний, а якісний аналіз альтернатив; - має невідповідності емпіричним даним
Теорія асиметрії інформації / сигнальна теорія	Максимізація «позитивних» сигналів ринку та мінімізація інформаційних витрат	<ul style="list-style-type: none"> - враховує реальну обмеженість фінансової інформації, її асиметричність; - враховує обмежену раціональність економічних агентів; - не ідеалізує ефективність ринкового середовища; - пояснює наявні емпіричні дані 	<ul style="list-style-type: none"> - має описовий (не нормативний) характер, неможливість застосування у кількісних моделях оптимізації капіталу
Теорія агентських витрат	Мінімізація приведеної вартості агентських витрат	<ul style="list-style-type: none"> - враховує вартість агентських витрат через конфлікт інтересів власників, менеджерів і кредиторів 	<ul style="list-style-type: none"> - обмежується випадком наявності значних агентських витрат; - необхідність визначення частки усіх агентських витрат, що стосуються лише формування капіталу; - складність визначення непрямих агентських витрат;

Продовження таблиці Д.1

Теорія корпоративного контролю	Максимізація ринкової оцінки залученого капіталу	- описує збільшення фінансового важеля при загрозі ворожого поглинання компанії	- обмежується специфічними умовами ворожого поглинання і короткостроковим періодом
Теорія пристосування до ринку	Використання можливостей поточної ринкової ситуації	- пояснює дії фінансових менеджерів в умовах відсутності прогнозних даних, необхідних для оптимізації структури капіталу	- розглядає ефективний ринок з розвинутою інфраструктурою, стабільну ринкову ситуацію; - розглядає ефективний менеджмент, спроможний використати наявні ринкові можливості
Динамічна компромісна теорія	Максимізація швидкості пристосування структури капіталу до оптимальної	- не суперечить статичній компромісній теорії; - досліджує динаміку фактичної структури капіталу, її зміну та швидкість пристосування до цільової (оптимальної); - досліджує динаміку структури капіталу у довгостроковій перспективі; - враховує транзакційні витрати зміни фінансового важеля	- досягнення оптимальної структури капіталу може не бути серед пріоритетних цілей компанії; - використання теорії стає більш доцільним в умовах зростання процентних ставок; - важко врахувати всі детермінанти, які впливають на швидкість пристосування та ширину діапазону зміни структури капіталу

ДОДАТОК Е

ФІНАНСОВА ЗВІТНІСТЬ ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ"
та ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"

ДОДАТОК Е.1

ФІНАНСОВА ЗВІТНІСТЬ ПАТ "Сумський завод "НАСОСЕНЕРГОМАШ"

			Коди
		Дата (рік, місяць, число)	2004 12 31
Підприємство	ПАТ Сумський завод "Насосенергомаш"	за ЄДРПОУ	05785448
Територія	Сумська	за КОАТУУ	5910136600
Форма власності	Колективна власність	за КФВ	20
Орган державного управління	Не визначено	за СПОДУ	6024
Галузь (вид діяльності)	Виробництво насосів	за ЗКГНГ	14194
Вид економічної діяльності	Виробництво насосів (без ремонту) ,компресорів і гідравлічних систем	за КВЕД	29.12.1
Одиниця виміру	тис. грн.	Контрольна сума	
Адреса	40011, м. Суми, Привокзальна площа, б.1		

Таблиця Е.1.1

БАЛАНС на 31 грудня 2010 р.			
Форма N1 код за ДКУД 1801001			
Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Нематеріальні активи:			
- залишкова вартість	010	8	133
- первісна вартість	011	242	466
- накопичена амортизація	012	(234)	(333)
Незавершене будівництво	020	4020	10414
Основні засоби:			
- залишкова вартість	030	26545	49667
- первісна вартість	031	69996	100375
- знос	032	(43451)	(50708)
Довгострокові біологічні активи:			
- справедлива (залишкова) вартість	035	0	0
- первісна вартість	036	0	0
- накопичена амортизація	037	(0)	(0)
Довгострокові фінансові інвестиції:			
- які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	040	0	0
- інші фінансові інвестиції	045	410	311
Довгострокова дебіторська заборгованість	050	29	10
Справедлива (залишкова) вартість інвестиційної нерухомості	055	0	0

Продовження таблиці Е.1.1

Первісна вартість інвестиційної нерухомості	056	0	0
Знос інвестиційної нерухомості	057	(0)	(0)
Відстрочені податкові активи	060	8859	4562
Гудвіл	065	0	0
Інші необоротні активи	070	0	0
Гудвіл при консолідації	075	0	0
Усього за розділом I	080	39871	65097
II. Оборотні активи			
Виробничі запаси	100	18678	19693
Поточні біологічні активи	110	0	0
Незавершене виробництво	120	54055	52768
Готова продукція	130	24779	34268
Товари	140	53	58
Векселі одержані	150	0	0
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
- чиста реалізаційна вартість	160	18069	32049
- первісна вартість	161	18236	32251
- резерв сумнівних боргів	162	(167)	(202)
Дебіторська заборгованість за рахунками:			
- за бюджетом	170	14373	34401
- за виданими авансами	180	16799	30512
- з нарахованих доходів	190	0	0
- із внутрішніх розрахунків	200	0	0
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	1249	891
Поточні фінансові інвестиції	220	0	0
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
- в національній валюті	230	6866	19081
- у т.ч. в касі	231	5	5
- в іноземній валюті	240	2134	14750
Інші оборотні активи	250	144	414
Усього за розділом II	260	157199	238885
III. Витрати майбутніх періодів	270	1338	1741
IV. Необоротні активи та групи вибуття	275	0	0
Баланс	280	198408	305723

Продовження таблиці Е.1.1			
Пасив	Код рядка	На початок звітнього періоду	На кінець звітнього періоду
1	2	3	4
I. Власний капітал			
Статутний капітал	300	24722	24722
Пайовий капітал	310	0	0
Додатковий вкладений капітал	320	258	269
Інший додатковий капітал	330	10757	10757
Резервний капітал	340	4121	4375
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	46240	97535
Неоплачений капітал	360	(0)	(0)
Вилучений капітал	370	(100)	(13)
Накопичена курсова різниця	375	0	0
Усього за розділом I	380	85998	137645
Частка меншості	385	0	237
II. Забезпечення наступних виплат та платежів			
Забезпечення виплат персоналу	400	2594	4424
Інші забезпечення	410	0	172
Сума страхових резервів	415	0	0
Сума часток перестраховиків у страхових резервах	416	0	0
Цільове фінансування	420	0	0
Усього за розділом II	430	2594	4596
III. Довгострокові зобов'язання			
Довгострокові кредити банків	440	25642	0
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	450	0	0
Відстрочені податкові зобов'язання	460	0	0
Інші довгострокові зобов'язання	470	0	36484
Усього за розділом III	480	25642	36484
IV. Поточні зобов'язання			
Короткострокові кредити банків	500	24455	24844
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510	0	0
Векселі видані	520	0	0
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	4774	6591

Продовження таблиці Е.1.1

Поточні зобов'язання за розрахунками:			
- з одержаних авансів	540	48216	77572
- з бюджетом	550	681	5961
- з позабюджетних платежів	560	0	0
- зі страхування	570	1201	1954
- з оплати праці	580	2549	4801
- з учасниками	590	160	152
- із внутрішніх розрахунків	600	0	0
Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами та групами вибуття, утримуваними для продажу	605	0	0
Інші поточні зобов'язання	610	2138	4886
Усього за розділом IV	620	84174	126761
V. Доходи майбутніх періодів	630	0	0
Баланс	640	198408	305723

Таблиця Е.1.2

Звіт про фінансові результати за 2010 рік

I. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Стаття	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Доход (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	010	338465	238749
Податок на додану вартість	015	2295	4202
Акцизний збір	020	(0)	(0)
	025	(0)	(0)
Інші вирахування з доходу	030	(29)	(0)
Чистий доход (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	035	336141	234547
Собівартість реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	040	(220116)	(175379)
Валовий прибуток:			
- прибуток	050	116025	59168
- збиток	055	(0)	(0)
Інші операційні доходи	060	303369	223842
У т.ч. дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції, одержаних у наслідок сільськогосподарської діяльності	061	0	0
Адміністративні витрати	070	(26668)	(16971)

Продовження таблиці Е.1.2

Витрати на збут	080	(12640)	(10430)
Інші операційні витрати	090	(306443)	(241461)
У т.ч. витрати від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції, одержаних у наслідок сільськогосподарської діяльності	091	(0)	(0)
Фінансові результати від операційної діяльності:			
- прибуток	100	73643	14148
- збиток	105	(0)	(0)
Доход від участі в капіталі	110	0	0
Інші фінансові доходи	120	0	198
Інші доходи	130	21272	307
Фінансові витрати	140	(6698)	(3906)
Втрати від участі в капіталі	150	(0)	(0)
Інші витрати	160	(13316)	(205)
Прибуток (збиток) від впливу інфляції на монетарні статті	165	0	0
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування:			
- прибуток	170	74901	10542
- збиток	175	(0)	(0)
У т.ч. прибуток від припиненої діяльності та/або прибуток від переоцінки необоротних активів та групи вибуття у наслідок припинення діяльності	176	0	0
У т.ч. збиток від припиненої діяльності та/або збиток від переоцінки необоротних активів та групи вибуття у наслідок припинення діяльності	177	(0)	(0)
Податок на прибуток від звичайної діяльності	180	(23073)	(5465)
Дохід з податку на прибуток від звичайної діяльності	185	0	0
Фінансові результати від звичайної діяльності:			
- прибуток	190	51828	5077
- збиток	195	(0)	(0)
Надзвичайні:			
- доходи	200	0	20
- витрати	205	(42)	(17)
Податки з надзвичайного прибутку	210	(0)	(0)
Частка меншості	215	237	0
<u>Чистий:</u>			
- прибуток	220	51549	5080

Продовження таблиці Е.1.2

- збиток	225	(0)	(0)
Забезпечення матеріального заохочення	226	0	0
II. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ			
Найменування показника	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Матеріальні затрати	230	149233	130957
Витрати на оплату праці	240	64601	47371
Відрахування на соціальні заходи	250	23604	17423
Амортизація	260	2990	3109
Інші операційні витрати	270	41458	28458
Разом	280	281886	227318
III. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ			
Назва статті	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Середньорічна кількість простих акцій	300	30820367	30847099
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	310	30820367	30847099
Чистий прибуток, (збиток) на одну просту акцію	320	1.67256	0.16468
Скоригований чистий прибуток, (збиток) на одну просту акцію	330	1.67256	0.16468
Дивіденди на одну просту акцію	340	0	0

Таблиця Е.1.3

БАЛАНС на 31 грудня 2011 р.			
Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Нематеріальні активи:			
- залишкова вартість	010	6	3226
- первісна вартість	011	242	3480
- накопичена амортизація	012	(236)	(254)
Незавершене будівництво	020	9778	126260
Основні засоби:			
- залишкова вартість	030	30855	63399

Продовження таблиці Е.1.3

- первісна вартість	031	75840	113006
- знос	032	(44985)	(49607)
Довгострокові біологічні активи:			
- справедлива (залишкова) вартість	035	0	0
- первісна вартість	036	0	0
- накопичена амортизація	037	(0)	(0)
Довгострокові фінансові інвестиції:			
- які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	040	50462	0
- інші фінансові інвестиції	045	311	311
Довгострокова дебіторська заборгованість			
Справедлива (залишкова) вартість інвестиційної нерухомості	055	0	3
Первісна вартість інвестиційної нерухомості	056	0	7
Знос інвестиційної нерухомості	057	(0)	(4)
Відстрочені податкові активи	060	4562	7650
Гудвіл	065	0	0
Інші необоротні активи	070	0	0
Гудвіл при консолідації	075	0	0
Усього за розділом I	080	95984	201989
II. Оборотні активи			
Виробничі запаси	100	17528	96584
Поточні біологічні активи	110	0	0
Незавершене виробництво	120	51557	136760
Готова продукція	130	26579	23133
Товари	140	58	67
Векселі одержані	150	0	0
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
- чиста реалізаційна вартість	160	28871	7379
- первісна вартість	161	29073	7582
- резерв сумнівних боргів	162	(202)	(203)
Дебіторська заборгованість за рахунками:			
- за бюджетом	170	21649	89576
- за виданими авансами	180	29554	595475
- з нарахованих доходів	190	0	0
- із внутрішніх розрахунків	200	0	0
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	768	1425
Поточні фінансові інвестиції	220	0	0
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
- в національній валюті	230	15231	15162

Продовження таблиці Е.1.3

- у т.ч. в касі	231	5	14
- в іноземній валюті	240	10174	943
Інші оборотні активи	250	310	522
Усього за розділом II	260	202279	967026
III. Витрати майбутніх періодів	270	1727	1380
IV. Необоротні активи та групи вибуття	275	0	0
Баланс	280	299990	1170395
	Код рядка	На початок звітнього періоду	На кінець звітнього періоду
Пасив			
1	2	3	4
I. Власний капітал			
Статутний капітал	300	24722	24722
Пайовий капітал	310	0	0
Додатковий вкладений капітал	320	270	270
Інший додатковий капітал	330	10652	10652
Резервний капітал	340	4375	6952
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	97849	144099
Неоплачений капітал	360	(0)	(0)
Вилучений капітал	370	(13)	(13)
Накопичена курсова різниця	375	0	0
Усього за розділом I	380	137855	186682
Частка меншості	385	0	0
II. Забезпечення наступних виплат та платежів			
Забезпечення виплат персоналу	400	3150	4957
Інші забезпечення	410	172	249
Сума страхових резервів	415	0	0
Сума часток перестраховиків у страхових резервах	416	0	0
Цільове фінансування	420	0	0
Усього за розділом II	430	3322	5206
III. Довгострокові зобов'язання			
Довгострокові кредити банків	440	0	0
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	450	0	17399
Відстрочені податкові зобов'язання	460	0	0
Інші довгострокові зобов'язання	470	36484	38405
Усього за розділом III	480	36484	55804
IV. Поточні зобов'язання			
Короткострокові кредити банків	500	24844	0
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510	0	0
Векселі видані	520	0	0

Продовження таблиці Е.1.3

Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	7167	19318
Поточні зобов'язання за розрахунками:			
- з одержаних авансів	540	75536	857604
- з бюджетом	550	4868	10935
- з позабюджетних платежів	560	0	0
- зі страхування	570	1539	2092
- з оплати праці	580	3346	4625
- з учасниками	590	152	141
- із внутрішніх розрахунків	600	0	0
Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами та групами вибуття, утримуваними для продажу	605	0	0
Інші поточні зобов'язання	610	4877	27988
Усього за розділом IV	620	122329	922703
V. Доходи майбутніх періодів	630	0	0
Баланс	640	299990	1170395

Таблиця Е.1.4

Звіт про фінансові результати за 2011 рік

I. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ			
Стаття	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Доход (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	010	385660	303309
Податок на додану вартість	015	8342	1938
Акцизний збір	020	(0)	(0)
	025	(0)	(0)
Інші вирахування з доходу	030	(26)	(29)
Чистий доход (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	035	377292	301342
Собівартість реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	040	(231792)	(196812)
Валовий прибуток:			
- прибуток	050	145500	104530
- збиток	055	(0)	(0)
Інші операційні доходи	060	518476	271577
У т.ч. дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції, одержаних у наслідок сільськогосподарської діяльності	061	0	0
Адміністративні витрати	070	(39068)	(22229)
Витрати на збут	080	(13227)	(11880)
Інші операційні витрати	090	(523262)	(275928)

Продовження таблиці Е.1.4

Фінансові результати від операційної діяльності:			
- прибуток	100	88419	66070
- збиток	105	(0)	(0)
Доход від участі в капіталі	110	0	13897
Інші фінансові доходи	120	0	0
Інші доходи	130	14222	11855
Фінансові витрати	140	(3594)	(6698)
Втрати від участі в капіталі	150	(3992)	(0)
Інші витрати	160	(20027)	(13314)
Прибуток (збиток) від впливу інфляції на монетарні статті	165	0	0
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування:			
- прибуток	170	75028	71810
- збиток	175	(0)	(0)
У т.ч. прибуток від припиненої діяльності та/або прибуток від переоцінки необоротних активів та групи вибуття у наслідок припинення діяльності	176	0	0
У т.ч. збиток від припиненої діяльності та/або збиток від переоцінки необоротних активів та групи вибуття у наслідок припинення діяльності	177	(0)	(0)
Податок на прибуток від звичайної діяльності	180	(26238)	(20009)
Дохід з податку на прибуток від звичайної діяльності	185	0	0
Фінансові результати від звичайної діяльності:			
- прибуток	190	48790	51801
- збиток	195	(0)	(0)
Надзвичайні:			
- доходи	200	41	0
- витрати	205	(4)	(42)
Податки з надзвичайного прибутку	210	(0)	(0)
Частка меншості	215	0	0
Чистий:			
- прибуток	220	48827	51759
- збиток	225	(0)	(0)
Забезпечення матеріального заохочення	226	0	0
II. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ			
Найменування показника	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Матеріальні затрати	230	227493	130969
Витрати на оплату праці	240	74551	55638
Відрахування на соціальні заходи	250	27188	20361
Амортизація	260	5413	2165

Продовження таблиці Е.1.4

Інші операційні витрати	270	46256	33609
Разом	280	380901	242742
ІІІ. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ			
Назва статті	Код рядка	За звітний період	За попередній період
Середньорічна кількість простих акцій	300	30896674	30820367
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	310	30896674	30820367
Чистий прибуток, (збиток) на одну просту акцію	320	1.58033	1.67938
Скоригований чистий прибуток, (збиток) на одну просту акцію	330	1.58033	1.67938
Дивіденди на одну просту акцію	340	0	0

Таблиця Е.1.5

БАЛАНС на 31 грудня 2012 р.			
Форма N1 код за ДКУД 1801001			
АКТИВ	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2		4
I. Необоротні активи			
Нематеріальні активи:			
залишкова вартість	010	1,0	0,0
первісна вартість	011	233,0	233,0
знос	012	232,0	233,0
Незавершене будівництво	020	10278,0	8169,0
Основні засоби:			
залишкова вартість	030	22691,0	23553,0
первісна вартість	031	60660,0	63353,0
знос	032	37969,0	39800,0
Довгострокові фінансові інвестиції:			
які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	040	0,0	0,0
інші фінансові інвестиції	045	605,0	605,0
Довгострокова дебіторська заборгованість	050		0,0
Відстрочені податкові активи	060	489,0	1318,0
Інші необоротні активи	070	222,0	1,0
Гудвіл при консолідації	075	0,0	0,0
Усього за розділом I	080	34286,0	33646,0
II. Оборотні активи			
Запаси:			
виробничі запаси	100	8160,0	11962,0
тварини на вирощуванні та відгодівлі	110	0,0	

Продовження таблиці Е.1.5

незавершене виробництво	120	12029,0	21614,0
готова продукція	130	16658,0	20743,0
товари	140	20,0	20,0
Векселі одержані	150	345,0	5,0
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
чиста реалізаційна вартість	160	984,0	1320,0
первісна вартість	161	1098,0	1719,0
резерв сумнівних боргів	162	114,0	399,0
Дебіторська заборгованість за розрахунками:			
з бюджетом	170	3481,0	5646,0
за виданими авансами	180	1688,0	5949,0
з нарахованих доходів	190	0,0	0,0
із внутрішніх розрахунків	200	0,0	0,0
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	1191,0	554,0
Поточні фінансові інвестиції	220	0,0	3983,0
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
в національній валюті	230	43,0	1222,0
в іноземній валюті	240	301,0	1781,0
Інші оборотні активи	250	294,0	726,0
Усього за розділом II	260	45194,0	75525,0
III. Витрати майбутніх періодів	270	21,0	355,0
БАЛАНС	280	79501,0	109526,0
	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
ПАСИВ			
1	2		4
I. Власний капітал			
Статутний капітал	300	24722,0	24722,0
Пайовий капітал	310	0,0	0,0
Додатковий вкладений капітал	320	0,0	0,0
Інший додатковий капітал	330	18149,0	18149,0
Резервний капітал	340	2399,0	2399,0
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	10732,0	22794,0
Неоплачений капітал	360	0,0	0,0
Вилучений капітал	370	0,0	(57,0)
Накопичена курсова різниця	375	0,0	0,0
Усього за розділом I	380	56002,0	68007,0
Частка меншості	385	0,0	0,0
II. Забезпечення наступних витрат і платежів			
Забезпечення виплат персоналу	400	0,0	0,0
Інші забезпечення	410	0,0	0,0

Продовження таблиці Е.1.5

	415	0,0	0,0
	416	0,0	0,0
Цільове фінансування	420	0,0	0,0
Усього за розділом II	430	0,0	0,0
III. Довгострокові зобов'язання			
Довгострокові кредити банків	440	0,0	0,0
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	450	0,0	0,0
Відстрочені податкові зобов'язання	460	0,0	0,0
Інші довгострокові зобов'язання	470	0,0	0,0
Усього за розділом III	480		
IV. Поточні зобов'язання			
Короткострокові кредити банків	500	4972,0	24428,0
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510		
Векселі видані	520	5672,0	1740,0
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	3579,0	2142,0
Поточні зобов'язання за розрахунками:			
з одержаних авансів	540	5779,0	9876,0
з бюджетом	550	292,0	232,0
з позабюджетних платежів	560	763,0	
зі страхування	570	513,0	584,0
з оплати праці	580	1109,0	1298,0
з учасниками	590	353,0	237,0
із внутрішніх розрахунків	600		
Інші поточні зобов'язання	610	467,0	982,0
Усього за розділом IV	620	23499,0	41519,0
V. Доходи майбутніх періодів	630		
БАЛАНС	640	79501,0	109526,0

Таблиця Е.1.6

ЗВІТ ПРО ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ за 2012 рік

Форма №2 код за ДКУД 1801003

I. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Найменування показника	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Дохід (виручка) від реалізації (товарів, робіт, послуг)	010	96273,0	65446,0
Податок на додану вартість	015	3392,0	3177,0
Акцизний збір	020	0,0	0,
Інші вирахування з доходу	030	0,0	0,0
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	035	92881,0	62269,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	040	60523,0	51474,0

Продовження таблиці Е.1.6

Валовий:			
прибуток	050	32358,0	10795,0
збиток	055	0,0	0,0
Інші операційні доходи	060	87442,0	39071,0
Адміністративні витрати	070	7723,0	5787,0
Витрати на збут	080	5305,0	1817,0
Інші операційні витрати	090	89639,0	41999,0
Фінансові результати від операційної діяльності:			
прибуток	100	17133,0	263,0
збиток	105	0,0	0,0
Дохід від участі в капіталі	110	0,0	0,0
Інші фінансові доходи	120	4,0	37,0
Інші доходи	130	1966,0	309,0
Фінансові витрати	140	1088,0	1236,0
Втрати від участі в капіталі	150	0,0	0,0
Інші витрати	160	2437,0	889,0
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування:			
прибуток	170	15578,0	0,0
збиток	175	0,0	1516,0
Податок на прибуток від звичайної діяльності	180	3516,0	1031,0
Фінансові результати від звичайної діяльності:			
прибуток	190	12062,0	0,0
збиток	195	0,0	2547,0
Надзвичайні:			
доходи	200	0,0	0,0
витрати	205	0,0	0,0
Податки з надзвичайного прибутку	210	0,0	0,0
Частки меншості	215	0,0	0,0
Чистий:			
прибуток	220	12062,0	0,0
збиток	225	0,0	2547,0
II. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ			
Найменування показника	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Матеріальні затрати	230	49570,0	34845,0
Витрати на оплату праці	240	19758,0	15693,0
Відрахування на соціальні заходи	250	7547,0	5736,0
Амортизація	260	2366,0	2418,0
Разом	280	91794,0	64836,0

III. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ			
Найменування показника	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Середньорічна кількість простих акцій	300	30792573,770	30902073,0
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	310	0,0	0,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	320	3917000000E-3	-8242000000E-4
Скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	330	0,0	0,0
Дивіденди на одну просту акцію (грн.)	340	0,0	0,0

ДОДАТОК Е.2
ФІНАНСОВИЙ ЗВІТ СУБ'ЄКТА МАЛОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА
ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"

Підприємство	ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ"	Дата (рік, місяць, число)	Коди
Територія	Сумська	за ЄДРПОУ	2004 12 31
Форма власності	Колективна власність	за КОАТУУ	30991863
Орган державного управління	Не визначено	за КФВ	5910136300
Галузь (вид діяльності)	Виробництво насосів	за СПОДУ	20
Вид економічної діяльності	Виробництво насосів (без ремонту) ,компресорів і гідравлічних систем	за ЗКГНГ	6024
Одиниця виміру	тис. грн.	за КВЕД	14194
Адреса	40011, м. Суми, Привокзальна площа, б.1	Контрольна сума	29.12.1

Таблиця Е.2.1

1. БАЛАНС на 31 грудня 2011 р.

Форма N1 код за ДКУД 1801001

Актив	Код рядка	На початок звітного року	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Незавершені капітальні інвестиції	020	383,9	388,3
Основні засоби:			
залишкова вартість	030	881,7	699,6
первісна вартість	031	1433,2	1444,5
знос	032	(551.5)	(744.9)
Довгострокові біологічні активи:			
справедлива (залишкова) вартість	035	-	-
первісна вартість	036	-	-
накопичена амортизація	037		
Довгострокові фінансові інвестиції	040	-	-
Інші необоротні активи	070	-	-
Усього за розділом I	080	1265,6	1087,9
II. Оборотні активи			
Виробничі запаси	100	624,7	621,7
Поточні біологічні активи	110	-	-
Готова продукція	130	-	-
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
чиста реалізаційна вартість	160	362,2	1022,3
первісна вартість	161	362,2	1022,3
резерв сумнівних боргів	162		
Дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом	170	239,3	341,0
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	248,6	241,2
Поточні фінансові інвестиції	220	-	-
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
в національній валюті	230	1871,9	883,2
у тому числі в касі	231	-	-
в іноземній валюті	240	44,5	6,5
Інші оборотні активи	250	97,9	59,3
Усього за розділом II	260	3489,1	3175,2

Продовження таблиці Е.2.1

<i>III. Витрати майбутніх періодів</i>	270	-	-
<i>IV. Необоротні активи та групи вибуття</i>	275	-	-
Баланс	280	4754,7	4263,1
Пасив	Код рядка	На початок звітного року	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
<i>I. Власний капітал</i>			
Статутний капітал	300	7,4	7,4
Додатковий капітал	320	-	-
Резервний капітал	340	-	-
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	3824,3	3697,9
Неоплачений капітал	360		
Усього за розділом I	380	3831,7	3705,3
<i>II. Забезпечення наступних витрат і цільове фінансування</i>	430	-	-
<i>III. Довгострокові зобов'язання</i>	480	-	-
<i>IV Поточні зобов'язання</i>			
Короткострокові кредити банків	500	-	-
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510	-	-
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	18,3	15,1
Поточні зобов'язання за розрахунками:			
з бюджетом	550	373,1	86,1
зі страхування	570	15,6	4,4
з оплати праці	580	64,7	41,2
Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами та групами вибуття, утримуваними для продажу	605	-	-
Інші поточні зобов'язання	610	451,3	411,0
Усього за розділом IV	620	923,0	557,8
<i>V. Доходи майбутніх періодів</i>	630	-	-
Баланс	640	4754,7	4263,1

Таблиця Е.2.2

2. Звіт про фінансові результати за 2011 р.

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	010	7872,9	8055,2
Непрямі податки та інші вирахування з доходу	020	(1309.0)	(1356.0)
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (010-020)	030	6563,9	6699,2
Інші операційні доходи	040	97,2	59,0
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції та дохід від зміни вартості поточних біологічних активів	201	-	-
Інші доходи	050	-	-
Разом чисті доходи (030 + 040 + 050)	070	6661,1	6758,2
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	080	(4357.0)	(4301.0)

Продовження таблиці Е.2.2

Інші операційні витрати	090	(884.8)	(893.1)
у тому числі	091		
	092		
Інші витрати	100	(1.2)	(1.0)
Разом витрати (080 + 090 + 100)	120	(5243.0)	(5195.1)
Фінансовий результат до оподаткування (070 - 120)	130	1418,1	1563,1
Витрати від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції та витрати від зміни вартості поточних біологічних активів	202	-	-
Податок на прибуток	140	(250.9)	(271.7)
Чистий прибуток (збиток) (130 - 140)	150	1167,2	1291,4
Забезпечення матеріального заохочення	160	-	-

Таблиця Е.2.3

1. БАЛАНС на 31 грудня 2012 р.

Форма №1 код за ДКУД 1801001

Актив	Код рядка	На початок звітного року	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Незавершені капітальні інвестиції	020	388,3	554,4
Основні засоби:			
залишкова вартість	030	699,6	566,6
первісна вартість	031	1444,5	1453,1
знос	032	(744,9)	(886,5)
Довгострокові біологічні активи:			
справедлива (залишкова) вартість	035	-	-
первісна вартість	036	-	-
накопичена амортизація	037	()	()
Довгострокові фінансові інвестиції	040	-	-
Інші необоротні активи	070	-	-
Усього за розділом I	080	1087,9	1121,0
II. Оборотні активи			
Виробничі запаси	100	621,7	812,4
Поточні біологічні активи	110	-	-
Готова продукція	130	-	-
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
чиста реалізаційна вартість	160	1022,3	462,4
первісна вартість	161	1022,3	462,4
резерв сумнівних боргів	162	()	()
Дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом	170	341,0	118,7
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	241,2	535,3
Поточні фінансові інвестиції	220	-	-
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
в національній валюті	230	883,2	960,3
у тому числі в касі	231	-	-
в іноземній валюті	240	6,5	7,2
Інші оборотні активи	250	59,3	315,9
Усього за розділом II	260	3175,2	3212,2
III. Витрати майбутніх періодів	270	-	0,9
IV. Необоротні активи та групи вибуття	275	-	-
Баланс	280	4263,1	4334,1

Продовження таблиці Е.2.3

Пасив	Код рядка	На початок звітного року	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Власний капітал			
Статутний капітал	300	7,4	7,4
Додатковий капітал	320	-	-
Резервний капітал	340	-	-
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	3697,9	4040,1
Неоплачений капітал	360	()	()
Усього за розділом I	380	3705,3	4047,5
II. Забезпечення наступних витрат і цільове фінансування	430	-	-
III. Довгострокові зобов'язання	480	-	-
IV Поточні зобов'язання			
Короткострокові кредити банків	500	-	-
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510	-	-
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	15,1	16,2
Поточні зобов'язання за розрахунками:			
з бюджетом	550	86,1	190,2
зі страхування	570	4,4	4,8
з оплати праці*	580	41,2	47,9
Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами та групами вибуття, утримуваними для продажу	605	-	-
Інші поточні зобов'язання	610	411,0	27,5
Усього за розділом IV	620	557,8	286,6
V. Доходи майбутніх періодів	630	-	-
Баланс	640	4263,1	4334,1

Таблиця Е.2.4

2. Звіт про фінансові результати за 2012 р.

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	010	7514,7	7872,9
Непрямі податки та інші вирахування з доходу	020	(1252,4)	(1309,0)
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (010-020)	030	6262,3	6563,9
Інші операційні доходи	040	50,9	97,2
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції та дохід від зміни вартості поточних біологічних активів	201	-	-
Інші доходи	050	6313,2	6661,1
Разом чисті доходи (030 + 040 + 050)	070	(4540,2)	(4357,0)
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	080	(833,5)	(884,8)
Інші операційні витрати	090	-	-
у тому числі	091	-	-
	092	()	()
Інші витрати	100	-	(1,2)
Разом витрати (080 + 090 + 100)	120	(5373,7)	(5243,0)

Продовження таблиці Е.2.4

Фінансовий результат до оподаткування (070 - 120)	130	939,5	1418,1
Витрати від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції та витрати від зміни вартості поточних біологічних активів	202		
Податок на прибуток	140	(197,3)	(250,9)
Чистий прибуток (збиток) (130 - 140)	150	742,2	1167,2
Забезпечення матеріального заохочення	160		

Таблиця Е.2.5

1. БАЛАНС на 31 грудня 2013 р.

Форма N1 код за ДКУД 1801001

Актив	Код рядка	На початок звітнього року	На кінець звітнього періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Незавершені капітальні інвестиції	020	554.4	-
Основні засоби:			
залишкова вартість	030	566.6	1565.6
первісна вартість	031	1453.1	2510.4
знос	032	(886.5)	(944.8)
Довгострокові біологічні активи:			
справедлива (залишкова) вартість	035	-	-
первісна вартість	036	-	-
накопичена амортизація	037	(-)	(-)
Довгострокові фінансові інвестиції	040	-	-
Інші необоротні активи	070	-	-
Усього за розділом I	080	1121.0	1565.6
II. Оборотні активи			
Виробничі запаси	100	812.4	912.9
Поточні біологічні активи	110	-	-
Готова продукція	130	-	-
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
чиста реалізаційна вартість	160	462.4	857.1
первісна вартість	161	462.4	857.1
резерв сумнівних боргів	162	(-)	(-)
Дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом	170	118.7	172.3
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	535.3	615.7
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
в національній валюті	230	960.3	1060.0
у тому числі в касі	231	-	-
в іноземній валюті	240	7.2	7.4
Інші оборотні активи	250	315.9	88.4
Усього за розділом II	260	3212.2	3713.8
III. Витрати майбутніх періодів	270	0.9	1.1
IV. Необоротні активи та групи вибуття	275	-	-
Баланс	280	4334.1	5280.5
Пасив	Код рядка	На початок звітнього року	На кінець звітнього періоду
1	2	3	4
I. Власний капітал			
Статутний капітал	300	7.4	7.4
Додатковий капітал	320	-	-

Продовження таблиці Е.2.5

Резервний капітал	340	-	-
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	4040.1	4625.1
Неоплачений капітал	360	(-)	(-)
Усього за розділом I	380	4047.5	4632.5
<i>II. Забезпечення наступних витрат і цільове фінансування</i>	430	-	-
<i>III. Довгострокові зобов'язання</i>	480	-	-
<i>IV Поточні зобов'язання</i>			
Короткострокові кредити банків	500	-	-
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510	-	-
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	16.2	7.3
Поточні зобов'язання за розрахунками:			
з бюджетом	550	190.2	237.1
зі страхування	570	4.8	0.1
з оплати праці*	580	47.9	55.9
Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами та групами вибуття, утримуваними для продажу	605	-	-
Інші поточні зобов'язання	610	27.5	347.6
Усього за розділом IV	620	286.6	648.0
<i>V. Доходи майбутніх періодів</i>	630	-	-
Баланс	640	4334.1	5280.5

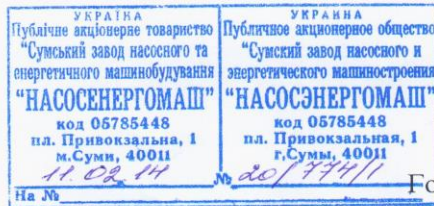
Таблиця Е.2.6

2. Звіт про фінансові результати за 2013 р.

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	010	10395.5	7514.7
Непрямі податки та інші вирахування з доходу	020	(1605.5)	(1252.4)
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (010 - 020)	030	8790.0	6262.3
Інші операційні доходи	040	85.0	50.9
ІНШІ ДОХОДИ	050	-	-
Разом чисті доходи (030 + 040 + 050)	070	8875.0	6313.2
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	080	(6018.0)	(4540.2)
Інші операційні витрати	090	(1606.4)	833.5)
у тому числі:	091	-	-
-	092	-	-
Інші витрати	100	(126.5)	(-)
Разом витрати (080 + 090 + 100)	120	(7750.9)	(5373.7)
Фінансовий результат до оподаткування (070 - 120)	130	1124.1	939.5
Податок на прибуток	140	(239.1)	(197.3)
Чистий прибуток (збиток) (130 - 140)	150	885.0	742.2
Забезпечення матеріального заохочення	160	-	-
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції та дохід від зміни вартості поточних біологічних активів	201	-	-
Витрати від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції та витрати від зміни вартості поточних біологічних активів	202	-	-

ДОДАТОК Є

Акти та довідки про впровадження результатів дослідження



Голові спеціалізованої вченої ради Д 55.051.01
в Сумському державному університеті
д.е.н., професору Ілляшенку С.М.

ДОВІДКА

Про результати впровадження наукового дослідження

Результати дисертаційного дослідження Шишової Юлії Григорівни «Механізми управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку (на прикладі машинобудівних підприємств)» в частині удосконалення теоретико-методичних підходів до формування механізмів управління вартістю підприємств в умовах екологоорієнтованого розвитку використовуються фахівцями даної установи при оцінці ними впливу здійснюваної екологічної політики на фінансово-економічні показники діяльності, зокрема при оцінці та управлінні вартістю підприємства.

Фахівцями даного підприємства враховані наступні пропозиції дисертанта:

- використання методу вартісних розривів при здійсненні управління вартістю підприємства, що дозволяє оцінити вплив заходів з екологоорієнтованої діяльності на зміну вартості підприємства;

- використання підходу до прогнозування розриву за індикатором рентабельності інвестованого капіталу підприємства, яке реалізує політику соціального та екологічно відповідального інвестування. Застосування такого підходу дозволяє визначити вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на величину рентабельності капіталу.

Директор з економіки та фінансів
ПАТ «Сумський завод «НАСОСЕНЕРГОМАШ»



С.В. Вернигора

Общество с ограниченной ответственностью
**«КОНСТРУКТОРСКОЕ БЮРО
 «УКРСПЕЦМАШ»**

Украина, 40007, г. Сумы,
 ул. Кировоградская, 6
 Тел. Факс (0542) 770-664,
 771-108, 771-109
 E-mail: kbusm@utel.net.ua
 www.kb-usm.com.ua

Вих. № 76 від 03.02.2014 р.

На Ваш № від р.

АКТ

про результати впровадження наукового дослідження

Фахівцями ТОВ «КБ УКРСПЕЦМАШ» розглянуто результати дисертаційного дослідження Шишової Юлії Григорівни «Механізми управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку (на прикладі машинобудівних підприємств)», підготовленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності).

Актуальність даного дослідження на сучасному етапі розвитку підприємства дозволила фахівцям даної установи враховувати наступні пропозиції дисертанта для подальшого використання в роботі:

- рекомендації щодо управління показниками вартості на основі методу вартісного розриву, що формується за індикаторами рентабельності інвестованого капіталу та середньозваженої вартості капіталу підприємства;

- використання ланцюгу "ефекти-важелі-вартість" для визначення інструментів та важелів управління вартістю підприємства в умовах екологічно сталого розвитку при здійсненні операційної, фінансової, інвестиційної діяльності;

- рекомендації щодо прогнозування динаміки розриву середньозваженої вартості капіталу підприємства, що базується на оцінюванні параметра, за якого забезпечується рівність інтегрального економічного ефекту та приведених можливих втрат вартості в результаті реалізації інвестиційного проекту, зумовлених його екологічними характеристиками.

Директор



О.С. Чернов



Система менеджмента качества соответствует
 требованиям международного стандарта ISO 9001:2008

ЗАТВЕРДЖУЮ

Перший проректор

Сумського державного

університету, доцент

В. Д. Карпуща



АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження Шишової Юлії Григорівни “Механізми управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку (на прикладі машинобудівних підприємств)” у навчальний процес факультету економіки та менеджменту Сумського державного університету

від 06 лютого 2014 року
м. Суми

Акт складено комісією у складі:

Голова: Декан факультету економіки та менеджменту, доктор економічних наук, професор Прокопенко О. В.

Члени комісії: 1. Заступник декана з навчально-методичної роботи кандидат економічних наук, доцент Скляр І. Д.
2. Заступник завідувача кафедри фінансів і кредиту, доктор економічних наук, доцент Кобушко І. М.

У період з 03 по 06 лютого 2014 р. комісія провела роботу щодо визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Шишової Юлії Григорівни “Механізми управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку (на прикладі машинобудівних підприємств)” у навчальний процес факультету економіки та менеджменту Сумського державного університету (СумДУ).

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Шишової Юлії Григорівни “Механізми управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку (на прикладі машинобудівних підприємств)”.
2. Робочі програми курсів дисциплін:
 - „Фінанси підприємств ” (викладається для студентів денної та заочної форм навчання за напрямом підготовки 6.030508 „Фінанси і кредит);

– „Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва ” (викладається для студентів денної та заочної форм навчання за напрямом підготовки 6.030508 „Фінанси і кредит”);

3. Видані навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Шишової Юлії Григорівни “Механізми управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку (на прикладі машинобудівних підприємств)” теоретичні та методичні положення та рекомендації впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:

– „Фінанси підприємств”, розділи: „Позикові фінансові ресурси. Кредитування підприємств”, „Фінансові результати діяльності”, „Фінансове планування на підприємствах”;

– „Фінансовий менеджмент”, розділи: „Загальні підходи до управління фінансами”, "Управління джерелами коштів"; „Фінансове планування на підприємствах”;

– „Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва”, розділи: „Основи фінансової діяльності суб'єктів господарювання”, "Самофінансування підприємств", "Позиковий капітал підприємства", „Фінансова інвестиційна діяльність підприємств”.

Використання в навчальному процесі факультету економіки та менеджменту СумДУ матеріалів дисертаційного дослідження Шишової Юлії Григорівни “Механізми управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку (на прикладі машинобудівних підприємств)” дало змогу врахувати при викладанні зазначених вище дисциплін особливості вартісного управління на вітчизняних підприємствах, світовий досвід оцінки впливу екологоорієнтованої діяльності суб'єктів господарювання на їх фінансово-економічні показники, зокрема в розрізі моделей оцінки вартості, управління вартістю на основі методу вартісних розривів. Це сприяло підвищенню наукового рівня викладання зазначених дисциплін та дозволило покращити якість підготовки фахівців на факультеті економіки та менеджменту Сумського державного університету.

Голова комісії



О. В. Прокопенко

Члени комісії:



І. Д. Скляр

І. М. Кобушко

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Акімова І. Звіт про результати опитування щодо впровадження соціальної відповідальності бізнесу в Україні [Електронний ресурс] / І. Акімова, А. Марцінків, О. Осінкіна. - 2005. - 56 с. - Режим доступу: http://www.un.org.ua/files/SURVEY_UKR.pdf
2. Александров Ю. М. Идентификация стейкхолдеров для целей управления стоимостью компании / Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании: Сб. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых // Под научн. ред. Т.В. Тепловой. – М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2011.
3. Анализ некоторых проблем экономического роста в российской переходной экономике [Текст] / Е. Астафьева, В. Бессонов, И. Воскобойников, М. Турунцева, О. Луговой. – М.: Институт экономики переходного периода, 2003. – 255 с.
4. Андреева Н. Экологические аспекты развития финансового менеджмента в Украине с учетом международного опыта и в рамках экологизации инвестиционной деятельности [Текст] / Н. Андреева // Наукові праці ДонНТУ. Серія: економічна - 2007. - №4. - С. 189-200.
5. Афанасьева О. В. Публичная отчетность компаний: между социальной ответственностью и тотальным маркетингом / О. Афанасьева // Вопросы государственного и муниципального управления. – 2013. – №1. – С.182-198.
6. Блек Э. Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании [Текст] / Э. Блек. - М.: Олимп-бизнес, 2009. - 400 с.
7. Бобылев С. Н. Кризис и экономика : экологические аспекты / С.Н. Бобылев // Инновационные механизмы в экономике природопользования. - Материалы Третьей Международной научной конференции «Инновационное развитие экономики России: роль университетов» 21-24 апреля 2010 г., г. Москва

8. Бородин А. И. Сущность и содержание основных эколого-экономических противоречий / А. И. Бородин // Экология промышленного производства. – 2005. – №2. – С. 2-6.

9. Бочаров В. В. Управление стоимостью бизнеса [Текст] / В. В. Бочаров, И. Н. Самонова, В. А. Макарова. - Учебное пособие. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2008. – 173 с.

10. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, М. Эрхардт. - 10-е изд.: Пер. с англ. - СПб.: Питер, 2009. - 960 с.

11. Брюханова Н.В. Финансовое планирование и финансовое планирование инвестиционной деятельности организаций [Текст]: монография / Н. В. Брюханова, Н. В. Фадейкина. - Новосибирск: СИФБД, 2005. - 127 с.

12. Бурлацкий А. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании / А. Бурлацкий, Г. Айбиндер, Г. Головина // Управление компанией. - 2009. - №2. - С. 13-18.

13. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса. Учебник [Текст] / С. В. Валдайцев. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2003. - 352 с.

14. Васильева Т.А. Класифікація факторів формування вартості банківського бізнесу / Т.А. Васильева // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – 2009. - Вип. 26. – С. 28-36.

15. Варфоломеев Е.В. Совершенствование методов оценки влияния эколого-инновационной деятельности на рыночную стоимость компаний [Текст]: дис. канд.экон.наук: 08.00.05: защищена 13.04.11 : утв. 21.09.11 / Варфоломеев Евгений Викторович. - М., 2011. - 153 с.

16. Варфоломеев Е. В. Методические подходы к формированию индекса устойчивого развития компаний нефтегазового комплекса / Варфоломеев Е. В., Марьин О. В., Быков Д. А., Карасев О. И., Великанова Н. П., Ветчинкина Е. В. // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. 2012. № 10. С. 4-16.

17. Великий тлумачний словник сучасної української мови (з. Дод., допов. на CD) 7-е видання: / Уклад. і голов. ред. В. Т. Бусел. — К.: Ірпінь: ВТФ «Перун», 2009. — 1736 с.
18. Виленский П. Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика: учебное пособие / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Дело, 2002. - 888 с.
19. Вишняков Я. Проблемы рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятий, с учетом экологической составляющей / Я. Вишняков // Российское предпринимательство - 2006. - №4 (76). - С. 96-101.
20. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. - 2005. - Т.3. - №2. - С. 3-42.
21. Волков Д. Л. Управление ценностью: показатели и модели оценки / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. - 2005. - Т.3. - №4.-С. 67-76.
22. Выгон Г.В. Оценка фундаментальной стоимости нефтяных месторождений: метод реальных опционов / Г.В. Выгон // Экономика и математические методы. - 2001. - №37. - С. 54 - 69.
23. Галузева програма енергоефективності та енергозбереження на період до 2017 року. - Затверджено наказом Міністра промислової політики України від 25.02.2009 р. № 152.
24. Галушкин С.В. Выгоды устойчивого развития: выход на рынок «устойчивых» инвестиций [Электронный ресурс] / С.В. Галушкин, С.С. Головачев, С.Ю. Наквасин // Деловой журнал по связи с инвесторами. - 2010. - 15 июля. Режим доступа: <http://www.ir-russia.ru/news/Sustainable-investment-14022011.htm>
25. Галушкина Т. П. Экономические инструменты экологического менеджмента (теория и практика) / Т. П. Галушкина. НАН Украины. Ин-т проблем рынка и экон.-экол. исслед. - О.: 2000. - 280 с.
26. Геп - анализ [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://marketolog.biz/index.php?pid=125>

27. Геращенко И.П. Теоретические основы и практические подходы к формированию целевой структуры капитала / И.П. Геращенко // Инновационное образование и экономика. – 2009. - №5 (16). - С. 82-89.

28. Гершун А. Полный курс по сбалансированной системе показателей [Электронный ресурс] / А. Гершун - Режим доступа: <http://balanced-scorecard.ru/books/bsc2/236>

29. Горохова Т. Екологічна складова політики корпоративної соціальної відповідальності підприємств [Електронний ресурс] / Т. Горохова / Вестник. Наука и практика. - Режим доступа: <http://конференция.com.ua/pages/view/513>

30. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран - 2-е изд. - Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. - 1342 с.

31. Денисюк О. Г. Аналіз вартісного потенціалу підприємства / О. Г. Денисюк // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – Житомир: ЖДТУ, 2011. – № 4 (58). – С. 208- 210

32. Доходи підприємств машинобудівного комплексу [Електронний ресурс] / Статистична інформація Державної служби статистики України. Режим доступа: <http://www.ukrstat.gov.ua>

33. Джанг Б. Взгляд на рентабельность капитала в долгосрочной перспективе [Электронный ресурс] / Б. Джанг, Т. Коллер // Вестник McKinsey. - 2006. - №13. - Режим доступа: <http://www.management.com.ua/tend/tend057.html?print>

34. Дитрих В. Зеленый бизнес – миллиардная сделка! На смену доткомам приходят дотгрины [Текст] / В. Дитрих ; [пер с немецкого В. Хартмана]. – К.: 2009. – 296 с.

35. Длуголески Э. Изменение климата и финансовый сектор: перспективы деятельности [Электронный ресурс] / Э. Длуголески, С. Лафельд. – Издание Allianz Group и WWF (на русском языке подготовлено WWF России. – 2005. – Режим доступа: http://www.wwf.ru/data/publ/climate/cc_andfinansial.pdf

36. Дятлов А.Н. Оптимизация маркетингового бюджета фирмы с использованием моделей S-образных кривых функций спроса / А. Н. Дятлов., С. Ю. Артамонов // Экономический журнал Высшей школы экономики. - 1999. - №4. - С. 529 - 542.
37. Ефимова С.А. Маркетинговое планирование, или как с помощью плана добиться увеличения прибыли организации [Текст] / С.А. Ефимова. - М.: Альфа-Пресс, 2012. - 196 с.
38. Егерев И.А. Факторы управления стоимостью: выявление и анализ / И. А. Егерев // Вопросы оценки. - 2011. - № 3. - С.39-48.
39. Єсаян Е. Напрями удосконалення системи фінансового менеджменту на промисловому підприємстві / Е.Єсаян // Вісник Донецького національного університету. Серія: Економіка і право, 2009. - №1. - С.353-360.
40. Жарова Л. В. Екологічне підприємництво та екологізація підприємництва: теорія, організація, управління : монографія / Л. В. Жарова, Є. Ю. Какутич, Є. В. Хлобистов; за ред. акад. НАН України Б. М. Данилишина ; Рада по вивч. продукт. сил України НАН України, НДІ сталого розвитку та природокористування. - Суми : Університетська книга, 2009. - 240 с.
41. Зинкевич Н. В. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала: модели, направления, результаты / Н.В. Зинкевич, Е.А. Олеванова // Корпоративные финансы. – 2008. - № 1(5). - С. 81-102.
42. Зозуля В. EVA: новый взгляд на старые вещи [Электронный ресурс] / В. Зозуля - Режим доступа: <http://www.management.com.ua/finance/fin008.html>
43. Иванов И. Ф. Использование логистической кривой для оценки стоимости компании на развивающемся рынке / И. Ф. Иванов // Журнал "Корпоративные финансы". - 2008. - №1 (5). - С. 47 - 62.
44. Иванов В.В. Финансовое планирование и бюджетирование [Текст]: монография / В. В. Иванов, Н. Н. Цытович. - СПб.: БАН; Нестор-История, 2009. - 332 с.
45. Ивашковская И.И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская -

Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2005-2/16.shtml>

46. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании: вызов российскому менеджменту / И. В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. - 2004. - №4. - Т.2. - С. 113-132.

47. Ивашковская И.В. Управляемая стоимость [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская // Секрет фирмы. - 2003. - №4. - Режим доступа: http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_488/

48. Ивашковская И. В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты / И. В. Ивашковская, Е. Б. Кукина, И. В. Пенкина // Журнал "Корпоративные финансы". - 2010. - №2 (14). - С. 103-108.

49. Казанцева С. А. Проблемы определения факторов, влияющих на формирование стоимости предприятия [Текст] / С. А. Казанцева // Актуальные вопросы экономики и управления: материалы междунар. науч. конф. (г. Москва, апрель 2011 г.).Т. I. — М.: РИОР, 2011. — С. 183-188.

50. Калининкова Е. В. Инвестиционный менеджмент [Электронный ресурс] / Е. В. Калининкова. - Режим доступа: <http://textb.net/122/index.html>

51. Калугина Т. В. Выработка принципов построения системы показателей эффективности промышленного предприятия на основе современных концепций стратегического управления / Т. В. Калугина, И. Б. Гусева // Труды Нижегородского государственного технического университета им. Р. Е. Алексеева.-2010.-№3(82).- С. 260 - 265.

52. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия [Текст] / Б. Коласс. - М.: Финансы, 1997. – 576 с.

53. Копытов А.П. Экологический долг в системе взаимодействия экономики с природой [Текст]: дис. канд.экон.наук: 08.00.01 / Копытов Антон Павлович. – Челябинск : РГБ, 2006. – 148 с.

54. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Дж. Муррин. - М.: Олимп-Бизнес, 2011. - 569 с.

55. Короткий В. Теоретичні засади екологізації інвестиційної діяльності підприємства / В. Короткий // Економічний аналіз - 2011. - №9. - С. 240-243.

56. Краминова Ф. А. Факторы, определяющие стоимость компании [Электронный ресурс] / Ф. А. Краминова // Международная научная конференция «Ломоносов-2007». - Режим доступа: http://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2007/08/k.f.a@mail.pdf

57. Кудина М.В. Теория стоимости компании [Текст] / М.В. Кудина. - М.: ИД "Форум": ИНФРА-М, 2010. - 368 с.

58. Кузьмін О. Нова парадигма побудови системи менеджменту / О. Кузьмін, Н. Петришин, Н. Сиротинська // Науковий вісник. – 2011. – Вип. 6. - С.14-18.

59. Лисица М. Обзор моделей теории структуры капитала и анализ их состоятельности / М. Лисица // Финансы и кредит. - 2007. - №9. - С.48-55.

60. Литвин М.И. Прогнозирование прибыли на основе факторной модели [Электронный ресурс] / М. И. Литвин // Финансовый менеджмент. - 2002. - №6. - Режим доступа: <http://dis.ru/library/detail.php?ID=22531>

61. Лукасевич, И.Я. Анализ финансовых операций [Текст] / И.Я. Лукасевич. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1998. – 400 с.

62. Майсснер Ф. Підвищення енергоефективності в Україні: зменшення регулювання та стимулювання енергосбереження [Електронний ресурс] / Ф. Майсснер, Д. Науменко, Й. Радеке // Серія консультативних робіт. Режим доступу : http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2012/PP_01_2012_ukr.pdf

63. Малютін О.К. Оцінка фінансового сектору та його значення в економічному розвитку України / О. К . Малютін // Фінанси України. – 2010. – №3. – С.92-100.

64. Медяник Н. В. Природопользование в системе экономических интересов [Электронный ресурс] / Н. В. Медяник // Экономический журнал. 2011. – №24. – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/prirodopolzovanie-v-sisteme-ekonomicheskikh-interesov> .

65. Мельник Л.Г. Экологическая экономика [Текст] / Л.Г. Мельник. - Сумы: ИТД "Университетская книга", 2001. - 350 с.

66. Мельник Л.Г., Скаков С. А. Ресурсосбережение как направление природопользования / Л.Г. Мельник, С.А. Скаков // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. - 2001. - Вип. 1-2. - С. 70-73.

67. Мельник Л.Г., Сотник И.Н. Эколого-экономические аспекты малого ресурсосбережения / Л.Г. Мельник, И.Н. Сотник // Збірник наукових праць міжнародної науково-практичної конференції "Політичні, економічні та екологічні проблеми енергетичної безпеки і транспортування енергоресурсів в Україні". - К.: РВПС України НАН України, 2001. - С. 177 - 179.

68. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теория ММ [Текст] / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М.: Дело, 1999. – 272 с.

69. Мороз Ю.Ю. Моніторинг вартісного потенціалу сільськогосподарських підприємств / Ю.Ю. Мороз // Збірник наукових праць Подільського державного аграрно-технічного університету. – Кам'янець-Подільський, 2009. –С.474-477.

70. Мочалова Л.А. Управление экологической стоимостью предприятия / Л. А. Мочалова // Вестник УГТУ. - 2007. - № 4. - С. 40-48.

71. Мочалова Л.А. Информационное обеспечение стоимость-ориентированного экологического менеджмента предприятия / Л. А. Мочалова // Вестник УГТУ - УПИ. - 2009. - № 1. - С. 93-101.

72. Наказ "Про затвердження Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій" № 247 від 01.04.2003.

73. Нижегородцев Р. М. Логистическое моделирование экономической динамики / Р. М. Нижегородцев // Управление социально-экономическими системами. - 2004. - № 1. - С. 46 - 53.

74. Нижегородцев Р. М. Модели логистической динамики как инструмент экономического анализа и прогнозирования [Електроний ресурс] / Р. М. Нижегородцев // Сборник научных трудов экономического факультета Алтайского Государственного факультета "Моделирование экономической

динамики: риск, оптимизация, прогнозирование". - 1997. - № 5. Режим доступа: <http://lise.asu.ru/lib/pub>

75. Огиер Т. Настоящая стоимость капитала: Практическое руководство по принятию финансовых решений / Т. Огиер, Дж. Рагман, Л. Спайсер. - Пер. с англ.; под науч.ред.О.Б.Ватченко. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 288 с.

76.Олейник К.А. Экологические риски финансово-хозяйственной деятельности: вопросы методологии и мировой опыт оценки [Текст]: дис. канд.экон.наук: 08.00.10: защищена 10.02.02: утв. 20.07.02 / Олейник Константин Андреевич. - М., 2002. - 199 с.

77. Орехов Л. Организационно-экономический механизм управления предприятием / Л. Орехов, Ю. Лысенко, П. Егоров // Экономика Украины. – 1997. – № 1. – С. 86-87.

78.Основы социального управления: Учебное пособие [Текст] / А.Г. Гладышев, В.Н. Иванов, В.И. Патрушев и др. Под ред. В.Н. Иванова. - М.: Высшая школа, 2001. – 271с.

79. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua

80. Офіційний веб-сайт ПАТ "Сумський завод Насосенергомаш" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nemrump.com/ru>

81. Офіційний веб-сайт ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kb-usm.com.ua/>

82. Офіційний веб-сайт Dow Jones Sustainability Index [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sustainability-index.com>

83. Офіційний веб-сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580

84. Оцінка стану виконання підсумкових документів Всесвітнього саміту зі сталого розвитку (Йоганнесбург, 2002) в Україні / Л.Г. Руденко, Г.О. Білявський, І.О. Горленко та ін. – К.: Академперіодика, 2004. – С.23.

85. Папп В. Оптимізація розподілу інвестиційних ресурсів та вибір ефективних інвестиційних проектів / В. Папп // Регіональна економіка. – 2004. - № 2. – С. 246-255.

86. Патрушева Е. Г. Обзор теоретических концепций стратегического управления на основе роста стоимости компании [Электронный ресурс] / Е. Г. Патрушева // Финансовый менеджмент. - 2008. - №1. - Режим доступа: <http://dis.ru/library/detail.php?ID=26628>

87. Пахомова С. В. Аналіз стану машинобудівних підприємств України та можливості стратегії їх розвитку / С. В. Пахомова // Прометей. - 2009. - № 3(29). - С. 155 - 159.

88. Пещанская, И.В. Финансовый менеджмент: краткосрочная финансовая политика [Текст] / И.В. Пещанская. – М. : Экзамен, 2005. – 256 с.

89. Пономарева О.А. Динамическая концепция структуры капитала: история возникновения, эволюция и основные исследовательские вопросы / О.А. Пономарева // Корпоративные финансы. – 2008. – №2(6). – С. 78-91.

90. Пономаренко В.С. Механизм управления предприятием: стратегический аспект [Текст] / [В.С.Пономаренко, Е.Н. Ястремская, В.М. Луцковский и др.]. – Харьков: Изд. ХГЭУ, 2002. – 252 с.

91. Попков В. П. Организация и финансирование инвестиций [Текст] / В. П. Попков, В. П. Семенов. – СПб : Питер, 2001. – 224 с. – (Серия "Ключевые вопросы").

92. Постан М. Я. Обобщенная логистическая кривая: ее свойства и оценка параметров / М. Я. Постан // Экономика и математические методы. — 1993. - Т. 29, вып. 2. - С. 65-76.

93. Примостка Л.О. Фінансовий менеджмент у банку [Текст] / Л.О. Примостка - 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2009. — 468 с.

94. Промисловість України у 2007-2010 роках. Статистичний збірник [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України.– Режим доступу: http://govuadocs.com.ua/tw_files2/urls_2/627/d-626791/7z-docs/1.pdf

95. Рогалев Н. Д. Инвестиционная деятельность как инструмент управления стоимостью генерирующей компании / Н. Д. Рогалев,

А. Г. Зубкова, Е. А. Негомедзянова // *Інновації*. - 2007. - №7 (105). - С. 107-111.

96. Романів І.І. Теоретико-методологічні засади розвитку теорії структури капіталу / І.І. Романів // *Вісник Національного університету "Львівська політехніка"*. Серія: Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2008. – №635. – С.40-50.

97. Савінова Ю. М. Особливості розвитку фінансового ринку України як основи функціонування системи фінансового посередництва / Ю. М. Савінова // *Ефективна економіка*. – 2013. – №5. - С. 110-118.

98. Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? [Електронний ресурс] / В. Самохвалов // *Управление компанией*. - 2004. - №5 - Режим доступу: http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_2148/

99. Скотт М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости [Текст] / М. Скотт / Пер. с англ. - М.: Альпина-бизнес, 2000. - 432 с.

100. Словник іншомовних слів. За заг. ред. О.С. Мельничука. - К., 1994. – 776с.

101. Снежко Е. Там вам не здесь [Електронний ресурс] / Е. Снежко // *Інвестгазета* - 2012. - №24. - Режим доступу: <http://www.investgazeta.net/kompanii-i-rynki/tam-vam-ne-zdes-162923/>

102. Солодухина А. В. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий поход / А.В. Солодухина, Д. В. Репин // *Корпоративные финансы*. – 2008. – № 1(5). - С. 103-118.

103. Сотник І.М. Еколого-економічні механізми управління інноваційним ресурсозбереженням у машинобудуванні: монографія / І. М. Сотник. - Суми: ВТД "Університетська книга", 2007. - 252 с.

104. Сотник И.Н. Эколого-экономическое обоснование эффективности энергосберегающих мероприятий на промышленных предприятиях Сумской области / И. Н. Сотник // *Механізм регулювання економіки, економіка*

природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. - 2002а. - Вип. 3-4. - С. 93-101.

105. Социально-экологическая ответственность и рейтинги российского бизнеса: Справочник [Текст] / Международный Социально-экологический Союз, Независимое экологическое рейтинговое агентство при содействии Международного Банка реконструкции и развития. М.: 2005-2007.

106. Стельмах М. Механізм формування раціональної структури капіталу підприємства / М. Стельмах // Економічний аналіз. - 2010. - №5. - С. 339-343.

107. Стефанович Є.А. Інвестиційні проекти та джерела їх фінансування / Є. А. Стефанович // Інвестиції: практика та досвід. – 2010. - № 20. – С. 8-12.

108. Сысоева Е. Сравнительный анализ подходов к проблеме оптимизации структуры капитала / Е. Сысоева // Финансы и кредит. 2007. - №25. - С.55-59.

109. Тарасенко С. В. Екологічний гудвіл як елемент вартості сучасного підприємства / С. В. Тарасенко // Вісник СНАУ. Серія "Економіка та менеджмент". - 2010. - №5/1. - С. 155-160.

110. Телиженко А. М. Принципы оптимизации территориальных сценариев снижения эмиссии загрязняющих веществ / А. М. Телиженко // Механизм регулирования экономики. – 2005. – № 2. – С. 11 – 18.

111. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании (практика российских предприятий) [Текст] / Т. В. Теплова. - М.: Вершина, 2007. - 272 с.

112. Туріянська М.М. Інвестиційні джерела: монографія / М.М. Туріянська. – Донецьк: Юго-Восток, 2004. – 317 с.

113. Ушаева С. Показатели эффективности структуры капитала фирмы / С. Ушаева // Вестник Челябинского государственного университета. - 2009. - №2 (140). - С. 144-149.

114. Финансовый менеджмент: учебно-практическое пособие / [А.Ю. Кравчук, Н.С. Россиина, Ю.Б. Терехович и др.]. - Ярославль: 2009. - 350 с.

115. Харин А. Г. Методологические особенности управления стоимостью компании, осуществляющей "зеленые" инновации / А. Г. Харин // Балтийский регион. - 2012. - №3. - С. 47-58.

116. Харина Н.Л. Нематериальные факторы роста стоимости компании и их роль в реализации стратегических задач компании / Н.Л.Харина, Е.В. Бабенкова // Материалы международной научно-практической конференции «Экономика и управление: прошлое, настоящее, будущее», г. Новосибирск 15 мая 2012 года. - Ч.1. – Новосибирск: Изд. «Союз», 2011.

117. Хміль Ф.І. Основи менеджменту: Підручник. – К.: Академвидав, 2009. - 608с.

118. Ходоровский М. Я. Подходы к оценке эффективности стратегии организации / М. Я. Ходоровский, Е. В. Алексенко // Вестник УГЕН-УПИ.- 2009. - №3. - С. 4 - 21.

119. Хотинская А.В. Российский бренд-капитал: масштаб, динамика, финансовые технологии / А.В. Хотинская // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. - 2010. - № 12. - С. 3-12.

120. Цой Р. А. Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления: дис. канд. эк. наук: 08.00.10. Ростов-на-Дону, 2007. 174 с.

121. Чайковська О.В. Шляхи та проблеми впровадження фінансового менеджменту на українських підприємствах / О.В. Чайковська, К.С. Котенькова // Торгівля і ринок України. - 2009. - №28. - Т.1. - С.344-348.

122. Черемных О. Эффективное ведение бизнеса [Электронный ресурс] / О. Черемных. - Режим доступа: <http://www.arsenal-hr.ru>

123. Черних О. В. Сутність та значення політики соціальних інвестицій в діяльності підприємств [Електронний ресурс] / О. В. Черних. - Режим доступу: http://ir.nmu.org.ua/bitstream/handle/123456789/399/2008_1_2_p080-086.pdf?sequence=1

124. Чиста вигода для Росії: переваги відповідального фінансування. Доповідь Програми по екологізації ринків і інвестицій WWF / Під ред.

Иветты Герасимчук, Камилы Илюмжиновой і Алистера Шорна. Москва - Франкфурт-на-Майне - Йоханнесбург: WWF, - 2010. - 131 с.

125. Шабунина И.М. Пределы и императивы использования природных ресурсов, факторов / И.М. Шабунина, В.В. Фесенко // Вестник ВолГУ. – 2003-2004. – Серия 3. – Вып. 8. – С. 6 – 22.

126. Шарп У. Ф. Инвестиции [Текст] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Бейли. Пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 1997. - 1035 с.

127. Шишова Ю. Г. Екологічні фактори трансформації корпоративних інтересів: зміна моделей управління / Ю. Г. Шишова // Фінансові механізми управління природокористуванням : монографія / за заг. ред. В. М. Бороноса, І. Д. Скляр. – Суми : СумДУ, 2012. – С. 62–69.

128. Шишова Ю.Г. Перспективи використання фінансового інструментарію екологічного регулювання у виробничому процесі / Ю. Г. Шишова, П. М. Рубанов // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2010. – № 1. – Том 2. – С. 125 – 131.

129. Шишова Ю.Г. Екологічний чинник трансформації ринкових механізмів: аналіз структури капіталу підприємства / Ю. Г. Шишова, П. М. Рубанов // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2012. – № 3. – С. 110 – 120.

130. Шишова Ю.Г. Трансформація системи фінансового менеджменту на підприємстві: нові завдання та вимоги / Ю. Г. Шишова // Економічний простір. – 2012. – № 68. – С. 290 – 300.

131. Шишова Ю.Г. Оцінка впливу екологоорієнтованої діяльності підприємства на його фінансово-економічні показники / Ю. Г. Шишова // Бізнес Інформ. – 2012. – № 12. – С. 234 – 237.

132. Шишова Ю.Г. Методичні аспекти управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку на основі вартісного розриву / Ю. Г. Шишова // Інноваційна економіка. – 2013. – № 11(49). – С. 196 – 204.

133. Шишова Ю.Г. Вартісно-орієнтоване управління підприємствами в умовах екологоорієнтованого розвитку на основі методу вартісних розривів /

Ю. Г. Шишова, М. В. Костель // Проблеми економіки. – 2013. – № 4. – С. 206 – 214.

134. Шишова Ю. Г. Модернізація інструментарію фінансового механізму екологічного регулювання у виробничій діяльності / Ю. Г. Шишова // Тези доповідей науково-технічної конференції викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту «Економічні проблеми сталого розвитку», Суми, 19-23 квітня 2010 року. - Суми : СумДУ, 2010. – С. 125–126.

135. Шишова Ю.Г. Формування ефективного інструментарію фінансово-економічного механізму раціоналізації природокористування / Ю. Г. Шишова, П.М. Рубанов // Тези доповідей XIII Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Екологія. Людина. Суспільство», Київ, 19-23 квітня 2010 року. - Київ: НТУУ "КПІ", 2010. - С. 295-296.

136. Шишова Ю.Г. Впровадження екологоорієнтованих інвестиційних проектів як важливий напрям в управлінні підприємством / Ю. Г. Шишова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Теорія та практика розвитку інноваційної економіки», Одеса: Центр економічних досліджень та розвитку, 2011. – Ч.І. - С. 111-114.

137. Шишова Ю. Г. Обґрунтування формування ефективного фінансового забезпечення ресурсозберігаючих інвестиційних проектів / Ю. Г. Шишова // Збірник тез доповідей I всеукраїнської науково-технічної конференції «Хімічна технологія: наука та виробництво» (Шостка, 7-9 листопада 2011 року). – Суми: СумДУ, 2011. – С. 77.

138. Шишова Ю. Г. Вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на управління його вартістю / Ю. Г. Шишова // Матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції «Пріоритети нової економіки знань в XX сторіччі», Дніпропетровськ, 26-27 грудня 2012 року. - Дніпропетровськ. 2012. – С. 96-99.

139. Шишова Ю. Г. Особливості взаємозв'язку між структуруванням капіталу з урахуванням екологічного фактору та інвестиційною

привабливістю / Ю. Г. Шишова // Матеріали науково-практичної конференції, присвяченої пам'яті проф. Балацького О.Ф. «Економічні проблеми сталого розвитку», Суми, 24-26 квітня 2013 року. – Суми: СумДУ, 2013. – Т.2. - С. 265-267.

140. Шишова Ю. Г. Інвестиційні оцінки бізнесу: проблеми теорії та практики / Ю. Г. Шишова // Матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції «Економіка та менеджмент: перспективи розвитку», м. Суми, 22-24 червня 2012 р. – Суми : СумДУ, 2012. – С. 149-150.

141. Шишова Ю. Г. Протиріччя корпоративного управління в умовах екологоорієнтованого розвитку / Ю. Г. Шишова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Національні моделі економічних систем», Херсон, 6-7 грудня 2013 року. – Херсон: "Гельветика", 2013. – С. 69-71.

142. Шишова Ю. Г. Управління вартісними розривами як перспективний напрям вартісно-орієнтованого менеджменту підприємства / Ю. Г. Шишова // Матеріали XXXII Міжнародної науково-практичної конференції «Тенденції розвитку організаційного та проектного менеджменту», Львів, 6-7 грудня 2013 року. – Львів: "ЛЕФ", 2013. – С. 120-122.

143. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: монографія / І. О. Школьник. – Суми: ВВП «Мрія-1» ЛЕД, УАБС НБУ, 2008. – 348с.

144. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : создание стоимости в частных компаниях [Текст] / Ф. Эванс, Д. Бишоп. - Пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.

145. Юдін М.А. Українське машинобудування: основні тенденції та пріоритетні напрями розвитку / М. А. Юдін // Бізнес Інформ. - 2012. - № 2. - С. 111-115.

146. Amir E. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry / E. Amir, B. Lev // Journal of Accounting and Economics. - 1996. Vol. 22. - P.3-30.

147. Amram M. Real options : Managing strategic investments in an uncertain world / M. Amram, N. Kulatilaka // Harvard Business School Press. - 1999. – P. 145 –163.
148. Aras G. Developing sustainable reporting standards / G. Aras, D. Crowther // Journal of Applied Accounting Research. - 2008. Vol. 9. - P.4-16.
149. Arnold G. The Financial Times Guide to Investing: A Definitive Introduction to Investment and the Financial Markets / G. Arnold. - New York. 2004. - 410 p.
150. Ayres R.U. Is The US Economy Dematerializing? Main Indicators and Drivers. Center for the Management of Environmental Resources [Электронный ресурс] / R.U. Ayres, L.W. Ayres, B.Y. Warr – Режим доступа: http://www.academia.edu/2870558/Is_the_US_economy_dematerializing_Main_indicators_and_drivers
151. Barth ME. 1994. Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to superfund sites / ME. Barth, MF. McNichols // Journal of Accounting Research. - 1994. Vol. 32. - P.177-209.
152. Bonini, S. Valuing Social Responsibility / S. Bonini, T.M. Koller, P.H. Mirvis, // McKinsey on Finance. - 2009. Vol. 32(Summer), 11-18.
153. Bonini, S. How companies manage sustainability: McKinsey Global Survey results, McKinsey Quarterly [Электронный ресурс] / S. Bonini, S. Görner, A. Jones. – Режим доступа: <https://www.mckinseyquarterly.com> (Accessed: 24 March 2012).
154. Brown L. Corporate Governance and Firm Valuation / L. Brown, M. Caylor. Working paper, Georgia State University. - 2004. 157 p.
155. Campbell DJ. Narrative Reporting: Analysts' Perceptions of its Value and Relevance / DJ. Campbell, RE. Slack - ACCA, Research Report 104, London. - 2008. - 34 p.
156. Carroll A. Corporate social responsibility; Evolution of a definitional construct / A. Carroll // Business and Society. - 2009. Vol. 38(3). P. 268-295.

157. Cormier D. The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective / D. Cormier, M. Magnan // *Ecological Economics*. - 2007. Vol. 32(3,4). - P. 613 - 626.

158. Feldman S. Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price? / S. Feldman, P. Soyka, P. Ameer // *Journal of Investing*. - 1996. Vol. 16(4). - P. 87-97.

159. Figge F. The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies / F. Figge, T. Hahn // *Journal of Industrial Ecology*. –2006. – P. 47-58.

160. Friedman, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits / M. Friedman // *New-York Times Magazine*. - 1997. Vol. 13, P. 11-12.

161. Dictionary of Business Terms [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.divestopedia.com/definition/1065/valuation-gap>

162. Galpin T. Sustainability leadership: from strategy to results / T. Galpin, J. Whittington // *Journal of Business Strategy*. – 2012. – P. 40-48.

163. Green T. How does corporate social responsibility create value for consumers? / T. Green, J. Pelozo // *Journal of Consumer Marketing*. - 2011. Vol.28 (1). - P. 48 – 56.

164. Hirschey M. Value-relevance of nonfinancial information: The case of patent data / M. Hirschey, VJ. Richardson, S. Scholz // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. - 2001. 17(3): 3-75.

165. Hughes KE. The relevance of nonfinancial measures of air pollution in the electric utility industry / KE. Hughes // *The Accounting Review*. - 2000. Vol. 75(2). - P. 209 -228.

166. Hu B. The stock market valuation of R&D information in biotech firms / B. Hu, M. Magnan // *Contemporary Accounting Research*. - 2007. Vol. 24(4). - P. 1291-1318.

167. International Finance Corporation's Policy on Social & Environmental Sustainability. Washington D.C., 2006 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.ifc.org>

168. International Finance Corporation's Performance Standards on Social & Environmental Sustainability. Washington D.C., 2006 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: [http:// www.ifc.org](http://www.ifc.org)

169. International standards organization. ISO 9000 - Environmental management [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.iso.org/iso/home/standards/management-standards/iso14000.htm>

170. ISO 14000 - международные стандарты в области систем экологического менеджмента

171. ISO 10816: 1998(E). Mechanical vibration. Evaluation of machine vibration by measurements on non-rotating parts.

172. Jan P. Sustainable Value: an application to the Swiss dairy farms of the mountainous area / P. Jan, M. Lips, F. Roesch, B. Lehmann, M. Dumondel // 12th Congress of the European Association of Agricultural Economists. – 2008. – P. 1-11.

173. Jensen M.C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure / M.C. Jensen // Journal of Financial Economics. – 1976. – №10. – P.305-360.

174. Kenneth J. Arrow Intergenerational Equity and the Rate of Discount in Long-term Social Investment [Электронный ресурс]. – IEA World Congress. – December, 1995. Режим доступа : <http://www.econ.stanford.edu/faculty/workp/swp97005.pdf>

175. Kim N. Determining the Going Market Value of a Business in an Emerging Technology Industry: The Case of the Cellular Communications Industry [Электронный ресурс] / N. Kim, V. Mahajan, R. Srivastava. 1992. - Режим доступа: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S004016259500012Y>

176. Knight J. Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value / J. Knight. - McGraw_Hill: New York. 1998. - 120 p.

177. Koller T. What is value-based management? / T. Koller. McKinsey Quarterly. – 1994. – P. 87-101.

178. Kolk A. Trends in sustainability reporting by the fortune global 250 / A. Kolk // *Business Strategy and the Environment*. - 2003. Vol. 12(5). - P. 279 - 291.
179. Lapointe-Antunes P. On the relationship between voluntary disclosure, earnings smoothing and the value relevance of earnings: The case of Switzerland / P. Lapointe-Antunes, D. Cormier, M. Magnan, S. Gay-Angers // *European Accounting Review*. - 2006. Vol 15(4). - P. 465-505.
180. Lev B. The capitalisation, amortization, and value relevance of R&D / B. Lev, T. Sougiannis // *Journal of Accounting and Economics*. 1996. Vol.21(1). - P.107-138.
181. Mc. Donough The next industrial revolution / Mc. Donough and M. Braungart // *Atlantic Mon.*, October 1998.
182. Mendlowitz E. Uncover Strategic Value [Электронный ресурс] / E. Mendlowitz. – Режим доступа: <http://www.journalofaccountancy.com/Issues/2009/Nov/20092092.htm>
183. Messner M. The limits of accountability / M. Messner// *Accounting, Organizations and Society*. 2009. Vol 34(8). - P. 918-938.
184. Morin R. Driving Shareholder Value: Value_Building Techniques for Creat_ ing Shareholder Wealth / Morin R., Jarell S. - McGraw_Hill: 2001. New York. - 567 p.
185. Mueller J. How to close the value gap between market and tax values? - [Электронный ресурс] / J. Mueller - 2006. – Режим доступа: <http://ecomod.net/sites/default/files/document-conference/ecomod2006/1642.pdf>
186. Myers S., Majd S. Abandonment Value and Project Life, *Advances in Futures and Options Research*. – 1990. – Vol. 78. – P. 1 – 21.
187. Ohlson J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation / J. Ohlson // *Contemporary Accounting Research*. - 1995. Vol. 11(2). P. 661-687.
188. Rappaport F. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. - Rev. and updated ed. New York: Free Press, 1998. - 205 p.
189. Schmidheiny S., Zorraquin F. 1996. Financing change: The financial community, eco-efficiency, and sustainable development. The MIT Press: Cambridge, Mass; 211 pages

190. Sethi S.P. Dimensions of corporate social performance: An analytic framework / S. P. Sethi. *California Management Review* 17, 1975. - P. 58-64.
191. Sinkin C. Layoff announcements and stockholder wealth / C. Sinkin, CJ. Wright, RD. Burnett // *Journal of Accounting and Public Policy*. - 2008. Vol. 27(2). - P. 167 -176.
192. Shyshova I. Cost of capital and its forecasting in Value-Based Management / I. Shyshova, N. Kostel // *European Researcher (Росія)*. – 2013. – Vol.(64), № 12-1. – С. 2774 – 2780.
193. Shyshova I. Priority ways for improvement of environmental regulation instruments within a production process / I. Shyshova // *Papers presented at the 16th International Scientific Conference in Sumy “Economics for ecology”*, Sumy, May, 5–8. – Sumy : SSU, 2010. - P.146-148.
194. Social Investment Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.socialinvest.org.
195. Social Investment Organization [Електронний ресурс]. –Режим доступу: www.socialinvestment.ca.
196. Socially-responsible investing [Електронний ресурс]. –Режим доступу: http://en.wikipedia.org/wiki/Ethical_investment.
197. Starks LT. EFA keynote speech: Corporate governance and corporate social responsibility: What do investors care about? What should investors care about? Performance and information disclosure: Empirical study / LT. Starks. *The Financial Review*. - 2009. Vol. 44(4). P. 461 -468.
198. Statman M. The wages of social responsibility [Електронний ресурс]/ М. Statman, D. Glushkov. - 2008. – Режим доступу: <http://www.socialinvest.org/resources/research/documents/2008WinningPrizeMoskowitz.pdf>
199. Stern, D.I. The capital theory approach to sustainability: A critical appraisal / D.I. Stern // *Journal of Economic Issues*. - 1997. Vol. 31(1). - P.145-173.
200. Stewart G. B. The quest for value / G. B. Stewart. *The EVA management guide*. New York: 1991. - 431 p.

201. Strategic Value Investments [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investtoexit.com/articles/strategic-value.html>.

202. Sustainable Reporting and Analytics: Measuring Impact and Driving Performance, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.sap.com/bin/sapcom/en_us/downloadasset.2009-11-nov-09-15.sustainability-reporting-and-analytics-measuring-impact-and-driving-performance-pdf.html

203. Svendsen A.C. Measuring The Business Value Of Stakeholder Relationships / A. C. Svendsen, R. G. Boutilier, R. M. Abbott, D. Wheeler // Journal of Accounting and Public Policy. - 2000. Vol 21. - P.34-56.

204. The business of sustainability: McKinsey Global Survey results, McKinsey Quarterly, 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.mckinseyquarterly.com/The_business_of_sustainability_McKinsey_Global_Survey_results_2867 (accessed 17 May 2012).

205. Victorious-Forex: Міжнародний формат представлення бібліографічних даних [Електронний ресурс]: Проект. - Режим доступу: <http://victorious-forex.com/index.php/trejderu/stati/17-indeksy-i-cfd/850-NERAX-Eco-fondovuj-indeks-s-ekologicheskim-uklonom>. - Назва з екрана.

206. Waddock S. The corporate social performance-financial performance link / S. Waddock, S. Graves // Strategic Management Journal. - 1997. Vol.19. - P. 303-317.

207. Wahba H. Does the market value corporate environmental responsibility? An empirical examination / H. Wahba // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. - 2008. Vol.15(2). -P. 89-99.

208. Wernick I.K. National Material Metrics for Industrial Ecology [Електронний ресурс] / I.K.Wernick, J.H. Ausubel. The Rockefeller University. – Режим доступу: <http://phe.rockefeller.edu/NatMatMetIndusEcol>.

209. Wheeler D. Including the stakeholders: The business case / D. Wheeler, M. Sillanpää // Long Range Planning. - 1998. Vol 31(2). - P. 201-210.