

О. О. Терещенко, М. В. Стецько

## СИСТЕМИ ПОКАЗНИКІВ У КОНЦЕПЦІЇ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ У СФЕРІ БІЗНЕСУ

*Висвітлено теоретичні й прикладні питання використання систем показників як класичного елементу концепції фінансового контролінгу. Досліджено найпоширеніші в міжнародній практиці системи показників та визначено переваги й недоліки їх практичної імплементації. Обґрунтовано рекомендації щодо вдосконалення алгоритмів розрахунку окремих складових систем показників. Запропоновано інноваційну вартісно-орієнтовану систему показників.*

*Theoretical and applied issues in use of the system of parameters as classic elements of the concept of financial controlling are illustrated. The most common in international practice systems of parameters are investigated; advantages and disadvantages of their practical implementation are defined. Recommendations for improvement of algorithm for calculating the individual components of the systems of parameters are substantiated. Innovative value-oriented system of parameters is suggested.*

**Ключові слова:** контролінг, системи показників Дюпонт, ZVEI, RL, робочий капітал, економічна додана вартість, інвестований капітал, вартісно-орієнтована піраміда показників.

Для забезпечення виконання функції аналітичної підтримки прийняття фінансових рішень концепція фінансового контролінгу на підприємстві має передбачати використання не так окремих показників (наприклад, KPI), як їх систем. Використання окремих фінансових показників для інтерпретації певних процесів на підприємстві є обмеженим, оскільки вони здебільшого односторонньо характеризують лише певні параметри компанії. З метою раціонального використання інструментарію фінансових показників для підтримки прийняття управлінських рішень необхідні їх відбір і ушліщення. Цього можна досягти шляхом побудови систем показників — сукупностей показників, які ґрунтуються на певних розрахункових взаємозалежностях окремих змінних. Тобто йдеться про комплекси показників, котрі перебувають у певному взаємозв'язку, доповнюють один одного, а також слугують факторною базою для обчислення й пояснення інтегрованих індикаторів, що характеризують цілі вищого рівня.

У вітчизняній науково-практичній літературі увага приділяється здебільшого фінансовому аналізу окремих показників чи їх груп. Водночас дослідження механізмів прийняття фінансових рішень, які базуються на логічно-дедуктивних системах показників, практично відсутні. Через неможливість чіткого пояснення значень показників та відсутність інформації щодо факторів впливу на них цінність однофакторного аналізу на базі окремих показників для цілей прийняття управлінських рішень є невисокою. Невпорядкований розрахунок великої кількості фінансових показників може призвести до формування цілих “складів показників”, цінність котрих для прийняття управлінських рішень

© Терещенко О. О., Стецько М. В., 2013

буде незначною, а витрати на їх генерування — чималими. У цьому контексті неабиякої актуальності набувають наукові розробки, результатом яких є логічно побудовані системи показників, що надають лаконічну й структурно впорядковану інформацію щодо ключових цільових орієнтирів підприємства та факторів, котрі на них впливають. Метою статті є узагальнення найкращої світової практики побудови систем показників та обґрунтування на цій основі логічно-індуктивної системи індикаторів, яку можна було б інтегрувати в концепцію контролінгу для вітчизняних підприємств.

Логічно-дедуктивні системи показників ґрунтуються на методі дослідження, за котрим окреме пізнається на основі послідовного вивчення внутрішніх закономірностей загального. На відміну від цього емпірично-індуктивні системи базуються на методі дослідження, за яким загальне виводиться з використанням математично-статистичних методів оброблення окремих сегментів інформації, отриманої емпіричним шляхом, тобто на основі досвіду, практики. Для оцінки результативності діяльності здебільшого використовуються логічно-дедуктивні системи показників. Емпірично-індуктивні системи застосовуються переважно для побудови моделей прогнозування банкрутства, рейтингів, фінансової діагностики та оцінки ризиків. Як уже зазначалося, наше дослідження сфокусоване на логічно-дедуктивних системах показників. Вони широко використовуються в плануванні та контролі фінансових показників. Сутність систем показників та їхню роль у забезпеченні дієздатності контролінгу на підприємстві можна з'ясувати шляхом систематизації їхніх функцій, ключовими з яких є [1, с. 350—355]:

- інформаційно-комунікаційна функція;
- формалізація (суб) цілей для різних рівнів менеджменту;
- функція координації прийняття управлінських рішень (сутісна координація);
- оцінка результативності та управління поведінкою.

Системи показників мають бути логічно і структурно інтегровані в концепцію контролінгу на підприємстві, тобто бути основою управлінської звітності та складовою процесів аналізу, планування й контролю фінансово-господарської діяльності. Побудова таких систем передбачає поетапний розрахунок ключового показника та його розщеплення на окремі складові з метою візуалізації причинно-наслідкових зв'язків між основними факторами впливу на ключовий параметр. Завершена система фінансових показників, як правило, має форму піраміди. Визначальним для конструкції логічно-дедуктивної системи показників є вибір ключового показника, котрий повинен міститися на вершині піраміди. Такий показник має найвиразніше характеризувати цільові орієнтири підприємства в певній сфері (наприклад, структура капіталу, рентабельність чи вартість компаній). За функціональною спрямованістю можна виокремити два основних типи систем показників:

1) системи показників для цілей аналізу (аналітичні системи), що виникають у результаті поетапного розщеплення вихідного параметра, який аналізується, на окремі складові (приміром, система показників рентабельності);

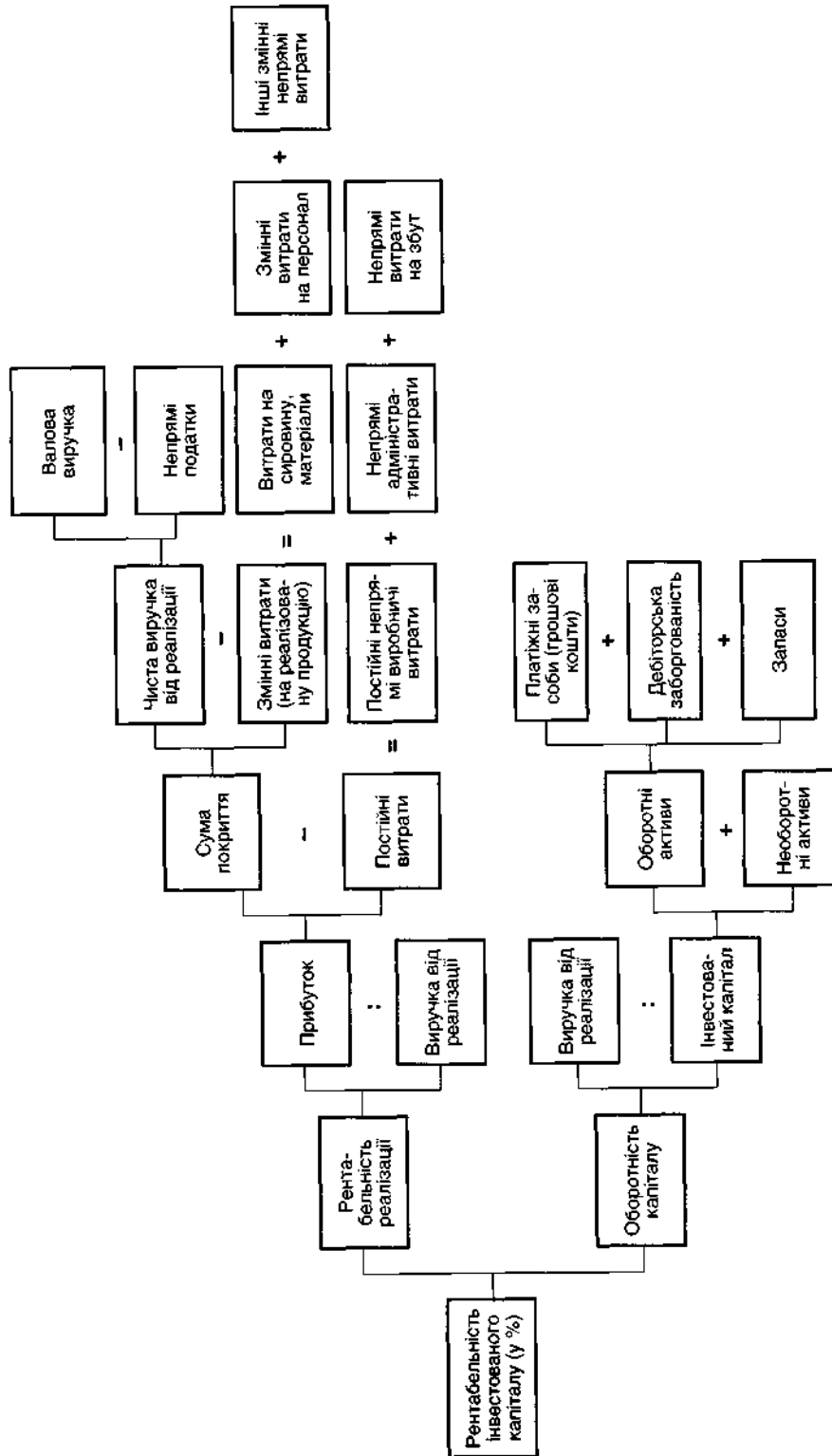
2) системи показників для цілей управління поведінкою (управлінські системи), котрі будуються за принципом розщеплення обраного цільового параметра на окремі сегменти, що впливають на ступінь досягнення цілей. Як нормативи при цьому використовуються цільові значення показників і цільові відхилення.

У міжнародній практиці найпоширенішими логічно-дедуктивними системами показників є: Дюпонт, ZVEI, RL. У вітчизняній теорії та практиці досить відома система показників Дюпонт (*DuPont System of Financial Control*). Перший варіант цієї системи розроблений ще в 1919 р. фінансистами хімічного концерну “DuPont” (*DuPont de Nemours Powder Company*) [2, с. 444, 445]. Після цього вона багато разів удосконалювалася. Однак головна ідея системи залишається незмінною: діяльність підприємства націлена в першу чергу не на максимізацію абсолютного значення прибутку, а на збільшення рентабельності капіталу (ROI) як відносного показника прибутковості. Особливістю зазначеної системи є те, що вона передбачає декомпозицію (розщеплення) ROI на дві основні складові: рентабельність реалізації та оборотність капіталу. Піраміда системи показників Дюпонт наведена на рис. 1.

Подальше розщеплення показника рентабельності унаочнює різні типи витрат, котрі впливають на результати діяльності компанії, а розщеплення показника оборотності деталізує склад активів. На початкових етапах запровадження система показників Дюпонт слугувала переважно для цілей контролю показників результативності та факторів, що на них впливають. Надалі, з розвитком управлінського обліку, вона перетворилася на інструмент управління, у рамках якого проводився аналіз показників у динаміці та порівняльний аналіз із іншими підприємствами галузі. Таким чином, відповідні аналітичні системи були інтегровані в процес планування й контролю на підприємстві. Досліджуючи переваги та недоліки системи Дюпонт, доходимо висновку, що загалом зазначена система показників може використовуватися в аналітичних цілях. Основними перевагами системи Дюпонт є те, що вона:

- може бути використана як для оцінки результативності підприємства загалом, так і його децентралізованих підрозділів;
- виконує функцію контролю;
- легко інтегрується в загальну систему фінансового управління на підприємстві.

Утім, для виконання завдань управління поведінкою (діяльністю) окремих сегментів чи менеджерів система Дюпонт не повністю адаптована, оскільки не передбачає розщеплення показників за окремими сегментами діяльності (центрами відповідальності). У разі використання системи для аналізу, планування



Джерело: Horvath P. Controlling / P. Horvath. — 10 Aufl., überarb. — München : Vahlen, 2006. — S. 547.

Рис. 1. Система показників Дюпонт

та контролю результативності окремих децентралізованих підрозділів (центрів відповідальності) виникає проблема розрахунку прибутку. Недоліком системи є також те, що вона зорієнтована на короткостроковий період. Окрім цього, за результатами новітніх досліджень, використання показника ROI як ключового критерію результативності є досить дискусійним. Так, виконання функцій окремими показниками результативності залежить від міри маніпулювання ними. Найчастіше махінації проводяться з показниками доходів, витрат, вартістю активів. Різні показники мають неоднакові можливості маніпуляційного впливу на них.

У контексті контролінгу поведінки особлива увага звертається на здатність аналітичної системи виконувати інформаційно-комунікаційну функцію (надання об'єктивної інформації про результати діяльності), а також функцію управління поведінкою. Отже, основними критеріями вибору показників результативності, які мають бути на вершині піраміди, є їхня інформативність та мінімальна спроможність агента до маніпулювання. Згідно з моделлю відносин "принципал — агент", у разі надання агенту повноважень на здійснення багатьох видів діяльності, ідеальні з точки зору принципала оціночні показники повинні мотивувати агента не лише до максимізації трудового внеску, а й до розподілу своєї ділової активності між окремими видами діяльності відповідно до цільових орієнтирів принципала. Наприклад, із наявних альтернатив керівник центру відповідальності має обирати той інвестиційний проект, котрий максимізуватиме фінансові результати підприємства загалом, а не підпорядкованої йому структури.

Згаданий вище показник ROI зазвичай розраховується на базі чистого прибутку (що визначається згідно з вимогами стандартів бухгалтерського обліку). Незважаючи на значення цього показника для цілей статистичної звітності, розподілу фінансових результатів між власниками, порівняльного аналізу, світова практика поступово відходить від показників бухгалтерського прибутку як критерію оцінки результативності діяльності. Обґрунтуємо основні аргументи проти використання бухгалтерського прибутку та відносних показників, що розраховуються на його базі, як критерію оцінки результативності.

*По-перше*, менеджмент підприємства має багато можливостей маніпулювання зазначеними показниками. До основних інструментів маніпулювання можна віднести: використання різних методів обліку запасів (LIFO чи FIFO), проведення індексації основних засобів, нарахування амортизації за різними методами, оплату фіктивних послуг, інші способи завищення (заниження) собівартості продукції. Стандарти бухгалтерського обліку містять чимало інструментів маніпулювання фінансовими результатами підприємства, водночас використання зазначених інструментів не впливає на обсяг оподаткованого прибутку платників податків, котрий визначається відповідно до вимог податкового законодавства. Зміна методів оцінки активів, нарахування амортизації

або використання інших інструментів штучного збільшення прибутку, який відображається у звітності, не впливає ні на збільшення чистих грошових потоків (*Cash-Flow*) підприємства, ні на його ринкову вартість. Навпаки, ринкова вартість може навіть упасти через сумнів у мотивах прийняття менеджментом відповідного рішення. Однією з причин використання інструментів, спрямованих на збільшення бухгалтерського прибутку, можуть бути несприятливі прогнози щодо реальних фінансових результатів підприємства.

*По-друге*, показники чистого прибутку не дають уявлення про приріст (чи поглинання) вартості компанії. Між тим саме вона та її збільшення визначають рівень зростання доходів власників. Зв'язки між вартістю підприємства та розміром його прибутку затушовуються також через необхідність інвестування коштів у оборотні й необоротні активи. Так, у підприємств, котрі динамічно розвиваються, як правило, збільшуються дебіторська заборгованість, запаси та інвестиційні вкладення в основні засоби. Унаслідок цього величина чистих грошових потоків, що враховується при визначенні вартості підприємства буде істотно меншою, ніж прибуток, котрий відображається у звіті про фінансові результати. Зростання прибутку підприємства не обов'язково веде до підвищення доданої вартості для власників, і навпаки. Прибуток може бути заморожений у активах підприємства та не генерувати доданої вартості для інвесторів. Для отримання запланованих показників прибутку в короткостроковому періоді менеджмент підприємств може відмовитися від інвестиційних проєктів, перспективних із погляду генерування вартості в довгостроковому періоді.

Причина неадекватності прибутку підприємства як критерію оцінки зміни вартості підприємства та його корпоративних прав полягає також у тому, що при визначенні прибутку ігнорується фактор зміни вартості грошей у часі. Ставка дисконтування, котра використовується для оцінки вартості підприємства, не лише втілює в собі рівень ризику вкладень у об'єкт оцінки, а й виступає інструментом урахування майбутнього рівня інфляції, який впливає на вартість грошової одиниці. Збільшення чи зменшення бухгалтерського прибутку часто не кореспондує з підвищенням чи зниженням доданої вартості підприємства, оскільки не відображає ні операційних, ні фінансових ризиків діяльності суб'єкта господарювання. Якщо підприємство відобразило у звітності прибуток, але рентабельність інвестицій є меншою, ніж ставка залучення капіталу, вартість не створюється, а поглинається. Цілком імовірною є ситуація, коли зростання прибутку підприємства порівняно з попереднім періодом може призвести до падіння ринкового курсу корпоративних прав, тобто до зменшення вартості компанії. Це можливо тоді, коли фактичний рівень прибутковості виявиться нижчим за очікуваний інвесторами.

Висновки про відсутність безпосереднього зв'язку між показниками прибутку підприємства та приросту вартості, яка належить власникам,

підтверджуються теоретичними дослідженнями та мають емпіричне обґрунтування. Так, проведене компанією “Standard & Poor’s” порівняння показників прибутку на одну акцію (EPS, *Earnings per Share*) та SVA, що визначається рівнем дивідендів і зміною ринкового курсу корпоративних прав, по 500 провідних підприємствах засвідчило відсутність кореляційного зв’язку між зазначеними показниками.

*По-третє*, при обчисленні показників чистого прибутку не враховується ціна залучення власного капіталу підприємства та інші приховані витрати на капітал, а отже, неможливо оцінити реальні витрати на реалізацію певної продуктової чи інвестиційної програми. Наслідком стане здійснення зайвих (надлишкових) інвестицій, які не генерують додану вартість, однак є прибутковими. З точки зору окремого центру відповідальності такі інвестиції будуть вигідними, проте з погляду підприємства загалом — неефективними. Отже, показник чистого прибутку як критерій результативності не містить стимулів до прийняття оптимальних для підприємства фінансово-інвестиційних рішень.

Підкреслимо, що зазначені недоліки використання прибутку як критерію ефективності діяльності підприємства стосуються також відносних показників, розрахованих на базі чистого прибутку (рентабельності інвестицій, рентабельності власного капіталу тощо). Можна навести ряд додаткових аргументів на користь непридатності показників рентабельності для оцінки ефективності. Так, рентабельність інвестицій (розраховується як відношення чистого прибутку до величини інвестиційних вкладень або вартості активів) вказує на те, що рентабельність буде тим вищою, чим більшою є частка власного капіталу підприємства, адже проценти за користування позиковим капіталом зменшують чистий прибуток, а отже й рентабельність. Це є суперечливим моментом, оскільки підприємства, котрі фінансують свою діяльність за рахунок позикового капіталу, досить часто є ефективнішими та створюють вищу додану вартість, ніж ті, що фінансують свою діяльність за рахунок власного капіталу. Ще один суперечливий момент пов’язаний із величиною інвестиційних вкладень. Виявляється, що за однакового рівня прибутку підприємства, які динамічно розвиваються та здійснюють значні інвестиційні вкладення, є менш рентабельними, ніж інші, де відсутні інвестиції.

Таким чином, основними аргументами проти використання показників прибутку й рентабельності, що розраховуються на їх базі, як критерію оцінки результативності, є:

- наявність численних способів маніпулювання показниками прибутку, що відображаються у звітності;
- ускладненість (унаслідок застосування підприємствами різних систем звітності й методів визначення показників, котрі в них наводяться) порівняльної оцінки ефективності як у ретроспективі, так і стосовно інших суб’єктів господарювання;

- неінформативність показників чистого прибутку, відображених у звіті про фінансові результати, щодо створення підприємством доданої вартості;
- відсутність стимулів до прийняття оптимальних, із точки зору підприємства, фінансово-інвестиційних рішень;
- неврахування в показниках прибутку фактора зміни вартості грошей у часі, а також — при визначенні показників чистого прибутку — ціни залучення власного капіталу підприємства.

З огляду на зазначене можна стверджувати, що системи показників, на вершині яких фіксуються індикатори, розраховані передусім виходячи з чистого прибутку, зазнають істотного маніпуляційного впливу, не відображають реальних економічних результатів діяльності компанії або центру відповідальності в певному періоді, а також не містять стимулів до прийняття оптимальних, із точки зору підприємства та його власників, фінансово-інвестиційних рішень. Орієнтація системи на короткострокові цілі послаблює стимули менеджменту до прийняття стратегічних рішень, котрі сприяли б максимізації вартості компанії.

Для успішного використання системи показників Дюпонт у контролінгу результативності діяльності компанії, на наш погляд, потрібно дещо модифікувати порядок обчислення окремих індикаторів, які є складовою системи, та побудови ієрархії показників, зокрема:

- показник ROI, що перебуває на вершині піраміди, слід визначати на основі показників ЕВІТ (прибуток до сплати процентів і податків) або ЕВІТДА (прибуток до нарахування амортизації, сплати процентів і податків) як бази для розрахунку рентабельності. Завдяки такій модифікації можна уникнути маніпуляцій із амортизацією та іншими складовими прибутку;

- аналогічно до ROI, для обчислення показника рентабельності реалізації слід брати лише доходи від операційної (основної) діяльності підприємства;

- для розрахунку оборотності капіталу треба брати величину капіталу, котрий інвестований у основну діяльність підприємства, оскільки виручка, а також результати основної діяльності є свідченням використання капіталу, вкладеного саме в таку діяльність;

- у разі обчислення ROI стосовно окремих децентралізованих підрозділів, видів діяльності, центрів відповідальності тощо варто виокремлювати прибуток до сплати процентів і податків (ЕВІТ) за певними видами діяльності, капітал, вкладений у зазначені види діяльності, а також відповідні показники виручки й витрат;

- якщо поряд із операційною діяльністю підприємство має доходи від фінансових інвестицій, зокрема від участі в капіталі та інші фінансові доходи, то для цілей побудови системи Дюпонт рентабельність фінансових інвестицій повинна визначатись окремо від рентабельності інвестицій у основну діяльність.

Багатьох недоліків системи показників Дюпонт можна уникнути, використовуючи систему показників ZVEI. Вона розроблена в 1969 р.



фахівцями Центрального об'єднання електротехнічної промисловості Німеччини (*Zentralverband der Elektrotechnischen Industrie, ZVEI*) за аналогією системи Дюпонт. Після вдосконалення в 1989 р. система ZVEI складається з 88 базових і 122 допоміжних показників. Хоча її розробили представники електротехнічної галузі промисловості, вона не прив'язана до конкретного виду діяльності підприємства та може з успіхом використовуватися в усіх сферах фінансово-господарської діяльності [3, с. 543]. На відміну від системи Дюпонт, на вершині піраміди ZVEI знаходиться показник рентабельності власного капіталу (ROE). Зазначена система використовується для аналізу підприємства в динаміці та в порівнянні з іншими компаніями. Оскільки система ZVEI дає змогу виводити досить обґрунтовані цільові значення показників, які надалі можуть підлягати моніторингу й контролю, вона легко інтегрується в концепцію контролінгу на підприємстві. Система формується з двох аналітичних рівнів (рис. 2):

1) аналіз факторів зростання: порівняння основних індикаторів ефективності;

2) аналіз структури: капіталу, фінансових результатів, активів.

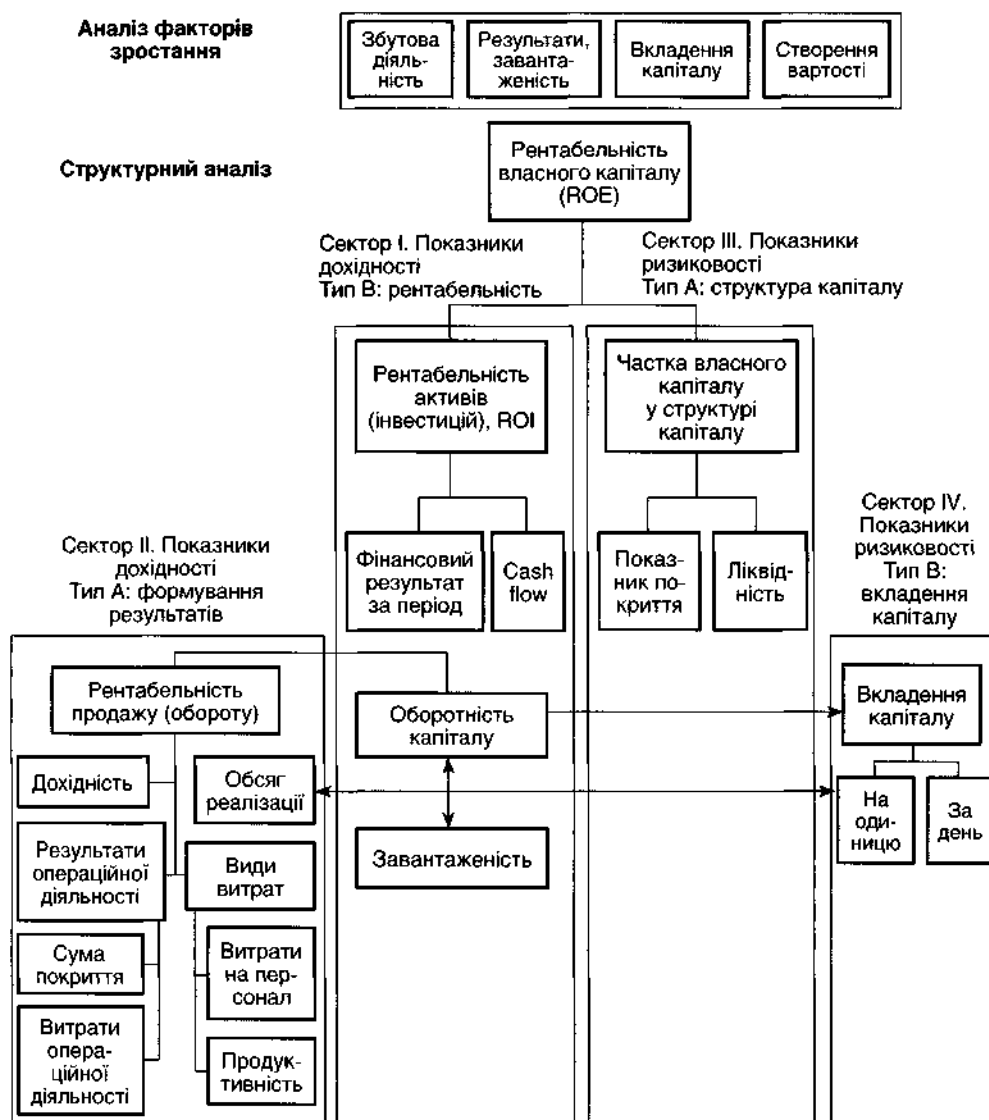
У процесі аналізу структури вивчаються показники, що характеризують дохідність і ризиковість підприємства. Зокрема, рентабельність власного капіталу досліджується на основі розщеплення показників рентабельності активів та частки власного капіталу в його загальній структурі. Аналіз факторів зростання проводиться перед аналізом структури й дає загальну інформацію щодо тенденцій розвитку підприємства та його майбутніх очікувань (обсягів діяльності, персоналу, результатів). Аналіз цих факторів здійснюється за такими аналітичними групами: збут, результати діяльності, капіталовкладення, процес створення вартості, завантаженість.

Під час аналізу збільшення вартості вивчаються основні абсолютні показники діяльності в динаміці за ряд попередніх періодів, зокрема виручка від реалізації, обсяги замовлень, запаси, чистий прибуток, чисті грошові потоки, витрати на персонал.

Основними джерелами інформації для аналізу за системою ZVEI є показники балансу та звіту про фінансові результати. На основі абсолютних показників, що містяться в зазначених формах, у процесі побудови системи ZVEI розраховуються два типи відносних показників:

1) тип А: показники дохідності визначаються на основі інформації за певний період, яка міститься у звіті про фінансові результати, а показники ризиковості — інформації на певну дату, що відображена в балансі, наприклад показники рентабельності продажу та структури капіталу;

2) тип В: показники дохідності й ризиковості обчислюються на основі комбінування інформації на певну дату та за конкретний період, наприклад показники ROI та оборотності капіталу.



Джерело: Gladen W. Kennzahlen- und Berichtssysteme / W. Gladen. — Wiesbaden : Gabler Lehrbuch, 2003.

Рис. 2. Базова структура системи показників ZVEI

Сектор I на рис. 2 характеризує порядок розрахунку показників дохідності типу B, сектор II — показників дохідності типу A, сектор III — показників ризиковості типу A, сектор IV — показників ризиковості типу B.

Результати аналізу за системою ZVEI можуть використовуватись як для оцінки ефективності й результативності діяльності, так і для прийняття управлінських рішень. Основними перевагами системи є такі:

— інформація для її побудови міститься у фінансовій і управлінській звітності;

— наявність блоку показників ліквідності;

— наявність індикаторів раннього попередження загроз і кризи.

Поряд із цим система ZVEI має певні недоліки:

— занадто велика кількість показників блоку аналізу структури;

— можливість від'ємного значення показників прибутку та власного капіталу, внаслідок чого в разі збільшення збитків зростає показник ROE;

— наявність можливостей маніпуляційного впливу на показник ROE;

— неможливість побудувати систему показників лише на основі даних зовнішньої фінансової звітності;

— високий рівень затрат на збір і оброблення інформації, що необхідна для підтримки дієздатності системи.

Враховуючи ці та інші недоліки, система має здебільшого теоретичне значення та, з практичної точки зору, є надто громіздкою й затратною. Саме тому її практичне використання у вітчизняній практиці контролінгу є досить проблематичним.

У міру розвитку концептуальних засад контролінгу з'ясувалося, що для ефективного інформаційно-аналітичного забезпечення управлінських рішень систем показників, котрі зорієнтовані виключно на оцінку результативності, не достатньо. Так, динамічний розвиток компаній не можливий без значних інвестиційних вкладень, для чого потрібні ліквідні засоби. Водночас, у разі проблем із ліквідністю, навіть за позитивних фінансових результатів, підприємства можуть опинитися в стані фінансової кризи. Саме тому дедалі більшої актуальності набувають логічно-дедуктивні системи показників, котрі побудовані на двох ключових фінансових параметрах підприємств: результативності й ліквідності. Прикладом такої комбінованої системи показників є система RL, запропонована в 1976—1977 рр. німецькими економістами Т. Райхманом і Л. Лахнітом [4]. Вона розглядається як базовий елемент концепції контролінгу за Райхманом та спрямована передусім на підтримку управлінських рішень усередині підприємства. Ця система забезпечує інтеграцію різних підсистем контролінгу та використовується як інструмент планування й контролю (рис. 3).

Система RL оперує показниками фінансової й управлінської звітності. Перші використовуються для порівняльного (галузевого) аналізу з іншими підприємствами, зокрема з конкурентами та для здійснення планових і контрольних розрахунків. Показники управлінської звітності перебувають у тісному взаємозв'язку з окремими підсистемами контролінгу (контролінгу фінансів, інвестицій, доходів і витрат тощо). Така схема інтеграції показників у концепцію контролінгу забезпечує ефективне планування, контроль і внутрішній репортинг: спочатку обчислюються планові (або прогнозні) показники, потім фіксуються фактичні дані та проводиться аналіз відхилень.

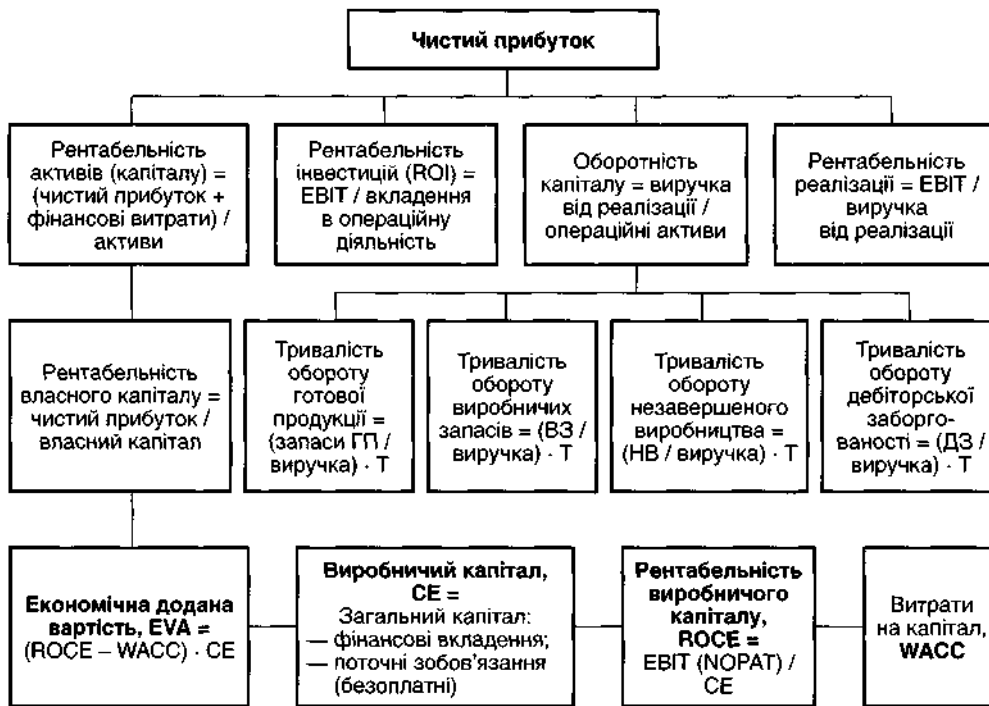


Джерело: Reichmann Th. Planung, Steuerung und Kontrolle mit Hilfe von Kennzahlen / Th. Reichmann, L. Lachnitt // ZfbF. — 1976. — 28 Jg. — S. 705—723.

Рис. 3. Показники RL у системі контролінгу

На відміну від інших систем показників система RL концентрується однаковою мірою на двох ключових фінансових параметрах — результативності й ліквідності. Зазначені параметри знаходяться на вершинах двох незалежних один від одного блоків показників (дуальна ієрархія показників). Такий підхід не передбачає математичного зв'язку між зазначеними ієрархіями показників: у разі зміни одного параметра, інший може залишатися незмінним [5, с. 73—106]. Блок показників результативності фінансово-господарської діяльності підприємства характеризується групою відносних показників рентабельності, показниками оборотності та вартісно-орієнтованим показником економічної доданої вартості. Адапована до вітчизняних умов версія системи показників результативності RL наведена на рис. 4. Група показників рентабельності включає загальну рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, рентабельність реалізації, рентабельність інвестицій. Аналіз оборотності передбачає розрахунок показників оборотності капіталу, тривалості обороту запасів готової продукції (ГП), виробничих запасів (ВЗ), незавершеного виробництва (НВ) та дебіторської заборгованості (ДЗ). Блок показників результативності інтегрований із вартісно-орієнтованим показником економічної доданої вартості (EVA).

Для побудови ієрархії показників результативності RL варто враховувати ряд нюансів. Так, система зорієнтована на контролінг результативності насамперед операційної діяльності. З огляду на це для розрахунку показників рентабельності беруться фінансові результати від операційної діяльності перед сплатою процентів і податків на прибуток (ЕВІТ). У знаменнику відповідних показників наведено суму вкладеного в операційну діяльність капіталу (або операційні активи). Довідково в системі показників наводиться також загальна рентабельність активів (капіталу).



Джерело: Reichmann Th. Controlling mit Kennzahlen und Managementberichten / Th. Reichmann. — 8 Aufl., überarb. und erw. — München : Vahlen, 2011. — 814 s.

Рис. 4. Інтегрування показника EVA у систему RL

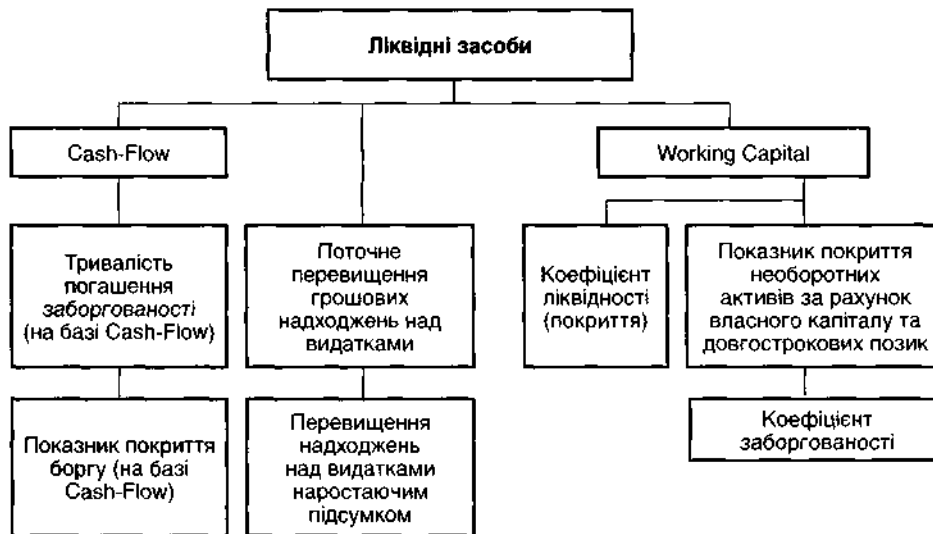
Особливу увагу звернемо на порядок розрахунку економічної доданої вартості (EVA). На рис. 4 показано основні розрахункові складові показника: CE (*Capital Employed* — виробничий капітал), ROCE (*Return on Capital Employed* — рентабельність виробничого капіталу) та WACC (*Weighted Average Cost of Capital* — витрати на капітал). Порядок розрахунку останнього параметра докладно висвітлений авторами в попередніх дослідженнях [6]. На сьогоднішній день серед економістів немає одностайності щодо алгоритмів обчислення рентабельності виробничого капіталу (ROCE) та величини його самого.

Показник ROCE широко використовується в процесі фінансового управління як цільовий орієнтир, оскільки характеризує віддачу на вкладений у операційну діяльність капітал, у ході обслуговування котрого сплачується винагорода (проценти, дивіденди) капіталодавцям. У різних версіях розрахунку ROCE в чисельнику ставиться показник EBIT (операційний прибуток до сплати процентів і податків) або NOPAT (операційний прибуток до сплати процентів та після оподаткування). Варіант розрахунку ROCE на базі EBIT більше підходить для аналізу результативності діяльності компаній у міжнародному порівнянні (за різного податкового навантаження), а на базі

NORAT — порівняльного аналізу підприємств усередині однієї країни, під однаковим податковим навантаженням.

У теорії та практиці відсутнє також уніфіковане трактування порядку визначення вкладеного в операційну діяльність капіталу (виробничого капіталу). Так, виробничий капітал (СЕ) досить часто розраховують як різницю між загальною сумою активів і поточними зобов'язаннями або між загальною сумою капіталу та короткостроковими зобов'язаннями, грошовими коштами та їхніми еквівалентами. Утім, у разі використання різних баз розрахунку порівняльний аналіз підприємств ускладнюється. Оскільки для обчислення економічної доданої вартості (для порівняння її з витратами на капітал) потрібно оперувати сумою капіталу, інвестованого в операційну діяльність, вважаємо за доцільне визначити показник СЕ як різницю між загальною величиною капіталу підприємства (за вирахуванням фінансових вкладень) та зобов'язаннями (у т. ч. забезпеченнями), на котрі не нараховуються проценти. Щодо грошових коштів та їхніх еквівалентів, які досить часто вираховуються при визначенні СЕ пропонуємо керуватися таким. Якщо величина грошових коштів та їхніх еквівалентів перевищує обсяг, потрібний для забезпечення нормального виробничого циклу, то відповідний надлишок слід відняти при розрахунку величини капіталу, інвестованого в операційну діяльність. Проблема, однак, полягає в адекватному визначенні грошових коштів та їхніх еквівалентів, котрі необхідні для забезпечення нормальної виробничо-господарської діяльності підприємства. Орієнтиром тут можуть слугувати результати галузевого аналізу.

Ієрархія показників ліквідності будується залежно від періоду планування: рік, квартал, місяць, декада. Ліквідність підприємства в системі RL характеризується двома абсолютними показниками (рис. 5): Cash-Flow (чистий рух коштів) і Working Capital (робочий капітал). Показник Cash-Flow є ключовим параметром для планування й аналізу платоспроможності підприємства та відображає його здатність забезпечувати платоспроможність та інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел. У системі RL передбачене використання показника чистого грошового потоку від операційної діяльності. Вважаємо, що система була б дієздатнішою в разі включення в неї показника FCF (чистий грошовий потік від операційної й інвестиційної діяльності). Показник робочого капіталу характеризує майбутні ризики ліквідності підприємства, однак щодо нього, за аналогією з виробничим капіталом, відсутній уніфікований алгоритм розрахунку. Робочий капітал асоціюється здебільшого з поточними активами. Водночас передбачений розрахунок чистого робочого капіталу (NWC, *Net Working Capital*) шляхом визначення різниці між поточними активами (за мінусом поточних фінансових інвестицій) і поточними зобов'язаннями. Багато авторів, зокрема Т. Райхман, розуміють під терміном “Working Capital” саме “Net Working Capital” [5, с. 100]. Цей підхід до



Джерело: Reichmann Th. Controlling mit Kennzahlen und Managementberichten. / Th. Reichmann. — 8 Aufl., überarb. und erw. — München : Vahlen, 2011. — 814 s.

Рис. 5. Показники ліквідності в системі RL

трактування робочого капіталу застосований також у системі RL (див. рис. 5), що, на наш погляд, є досить спірним. Зважаючи на економічну природу робочого капіталу, його слід розраховувати як різницю між загальною сумою оборотних активів та поточними фінансовими інвестиціями або суму запасів, дебіторської заборгованості, грошових коштів та їхніх еквівалентів. Натомість чистий робочий капітал (NWC) пропонуємо обчислювати як різницю між робочим капіталом і поточними зобов'язаннями.

Показники Cash-Flow та Working Capital виконують сигнальну функцію. Для забезпечення стабільної ліквідності значення показника робочого капіталу завжди має бути додатним. Якщо фактичне значення цих показників істотно відрізняється від плану, треба провести аналіз факторів, котрі спричинили відхилення. Схема аналізу відхилень міститься в специфічній частині системи RL. До слабких місць останньої можна віднести ізольованість аналізу ліквідності й результативності, низький візуалізаційний ефект, через що досить складно унаочнити всю систему в комплексі. Унаслідок цього аргументи на користь практичної цінності зазначеної системи стають не такими переконливими.

Таким чином, проведені дослідження сутності, сильних і слабких сторін найпоширеніших логічно-дедуктивних систем показників засвідчує, що вони мають певні недоліки, котрі обмежують можливості їх практичного використання. Водночас у кожній із розглянутих систем є раціональне зерно, яке доцільно врахувати при розробленні практично-орієнтованої системи

показників. Зокрема, в системі Дюпонт досить цінним є високий рівень структурованості й візуалізації; система ZVEI пропонує доволі вдалу схему структурного аналізу; системою RL передбачено врахування двох ключових фінансових параметрів (результативності й ліквідності) підприємств, а також порядок інтеграції в концепцію контролінгу.

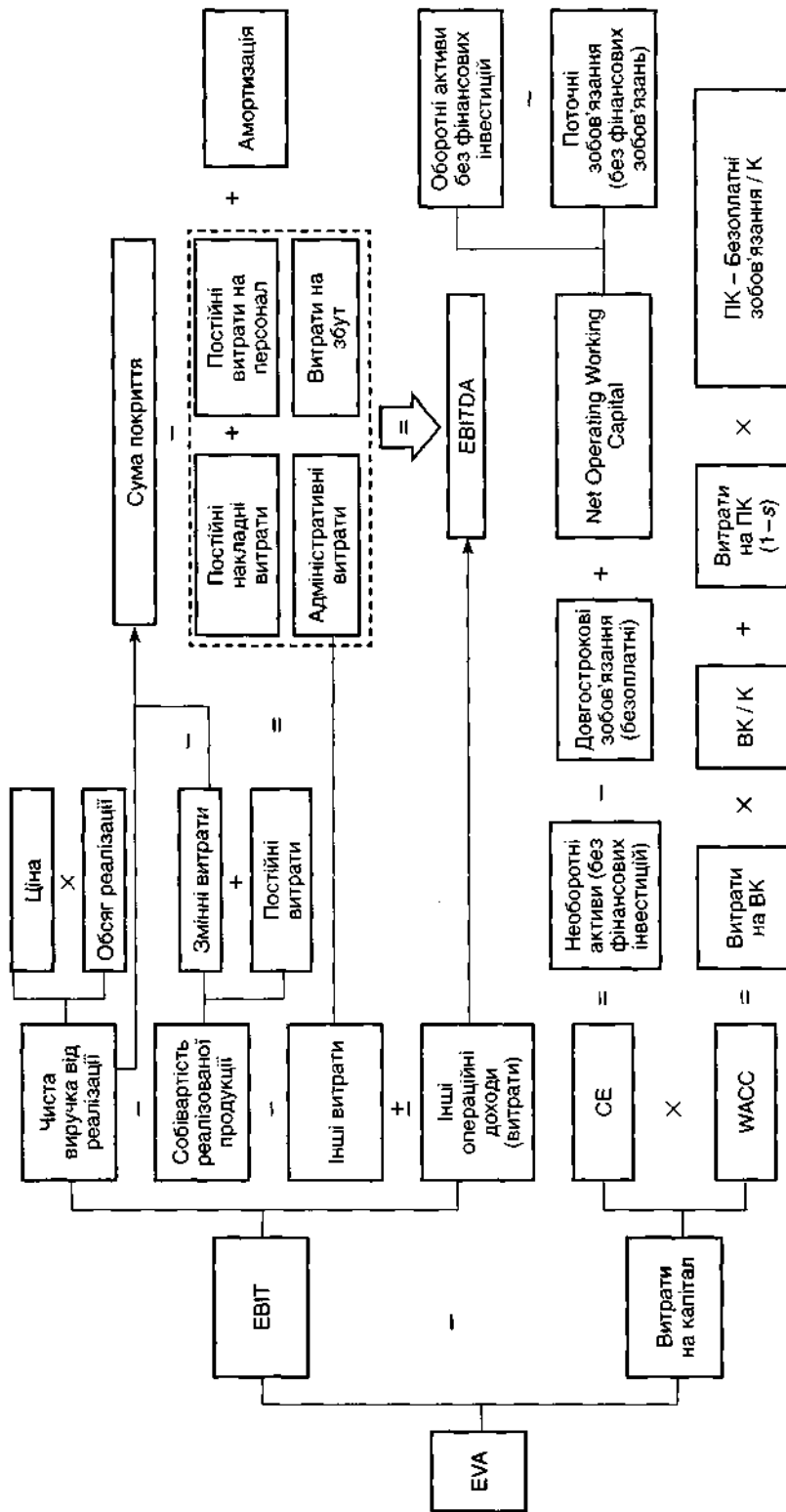
З огляду на актуальні тренди в розвитку фінансового контролінгу, зокрема націленість на раціональний розподіл ресурсів та вартісно-орієнтоване управління, а також найкращу практику розроблення систем показників, пропонуємо вартісно-орієнтовану ієрархію ключових показників діяльності (рис. 6).

На вершині вартісно-орієнтованої піраміди показників фіксується показник економічної доданої вартості. В основі дерева розрахунку EVA — показник ЕВІТ та витрати на капітал. Вибір доходів від операційної діяльності до сплати податків як бази для розрахунків уможливорює використання пропонуваної системи показників у т. ч. для цілей порівняльного аналізу в міжнародному вимірі. Розщеплення ЕВІТ на окремі фактори впливу дає змогу проводити їх ефективний моніторинг і аналіз відхилень. У системі зафіксовано ще один важливий індикатор, котрий характеризує як результативність підприємства, так і його здатність генерувати грошові потоки за результатами операційної діяльності — показник ЕВІТДА. Через систему факторів впливу можна з'ясувати, яким чином зміни в різних типах витрат, ціноутворенні, обсягах реалізації впливають на індикатори ЕВІТДА та EVA.

Капітал, інвестований у операційну діяльність, у пропонованій ієрархії показників визначається із залученням показника NOWC (*Net Operating Working Capital*), що характеризує чистий робочий операційний капітал та обчислюється як різниця між оборотними активами (без урахування поточних фінансових інвестицій) і поточними зобов'язаннями (не враховуючи фінансові зобов'язання). При цьому автори виходять із припущення, що всі грошові кошти та їхні еквіваленти мають операційний характер, тобто формуються в обсязі, необхідному для забезпечення операційної діяльності підприємства. Така схема розрахунку інвестованого в операційну діяльність капіталу дає змогу проводити моніторинг одного з ключових індикаторів ліквідності підприємства, яким є показник NOWC. Окрім цього, вартісно-орієнтована піраміда показників містить елементи структурного аналізу: при визначенні середньозважених витрат на капітал використовується також коефіцієнт фінансової незалежності, котрий показує частку власного капіталу в загальній структурі капіталу та є важливим індикатором фінансових ризиків підприємства.

У результаті узагальнення найкращої практики побудови систем показників та власних напрацювань нами запропоновано вартісно-орієнтовану ієрархію показників, що з успіхом може бути використана як складова концепції контролінгу у вітчизняному бізнесі. Переваги пропонованої системи полягають у тому, що вона:





Джерело: побудовано авторами.

Рис. 6. Вартісно-орієнтована піраміда показників

- завдяки чіткій візуалізації та структурованості ключових індикаторів і факторів, котрі на них впливають, істотно полегшує процес прийняття рішень;
- ґрунтується на вартісно-орієнтованих показниках результативності;
- включає елементи, які дають змогу здійснювати моніторинг ліквідності й платоспроможності підприємства;
- враховує ризики структури капіталу;
- забезпечує зведення в одне ціле різних фінансових параметрів підприємств.

Обґрунтована система показників може бути легко інтегрована в систему аналізу, планування й контролю на підприємстві (як складова концепції контролінгу), а також використовуватися зовнішніми інвесторами для аналітичного забезпечення прийняття фінансових рішень.

### Список використаних джерел

1. *Терещенко О. О.* Фінансовий контролінг : навч. посіб. / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. — К. : КНЕУ, 2013. — 406 с.
2. *Groppelli A.* Finance / A. Groppelli, E. Nikbakht. — 4<sup>th</sup> ed. — N. Y. : Barron's Educational Series, 2000. — 596 p.
3. *Horvath P.* Controlling / P. Horvath. — 10 Aufl., überarb. — München : Vahlen, 2006. — S. 543—546.
4. *Reichmann Th.* Planung, Steuerung und Kontrolle mit Hilfe von Kennzahlen / Th. Reichmann, L. Lachnitt // ZfbF. — 1976. — 28 Jg. — S. 705—723.
5. *Reichmann Th.* Controlling mit Kennzahlen und Managementberichten / Th. Reichmann. — 8 Aufl., überarb. und erw. — München : Vahlen, 2011. — 814 s.
6. *Терещенко О. О.* Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень / О. О. Терещенко // Фінанси України. — 2010. — № 9. — С. 77—90.