

**Н. В. Шевчук**

кандидат економічних наук, доцент,
докторант кафедри економіки підприємств,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана», Україна
natalykneu@ukr.net

ВАРТІСТЬ ЯК КРИТЕРІЙ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

Анотація. Стаття присвячена розвитку методичних підходів до оцінювання ефективності управління підприємством за критерієм зростання його вартості. Представлено результати модифікації моделі економічної доданої вартості на основі факторного підходу, який полягає в ідентифікації та формалізації чинників, що формують спред доходності капіталу та утворюють вартість бізнесу. Апробація цього підходу на 35 промислових підприємствах України дозволила встановити пріоритетність впливу на ті фактори, що визначають динаміку змін вартості та забезпечать її прирощення в довгостроковій перспективі.

Ключові слова: вартість, спред доходності, економічна додана вартість, прибутковість капіталу.

Н. В. Шевчук

кандидат экономических наук, доцент, докторант, ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана», Украина

СТОИМОСТЬ КАК КРИТЕРИЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ

Аннотация. Статья посвящена развитию методических подходов к оцениванию эффективности управления предприятием по критерию его стоимости. Представлены результаты модификации модели экономической добавленной стоимости, суть которых состоит в идентификации и формализации факторов, влияющих на формирование спреда доходности капитала и, соответственно, стоимости бизнеса. Апробация данного подхода на 35 промышленных предприятиях Украины позволила установить приоритетность воздействия на те факторы, которые определяют динамику изменения стоимости, а также могут обеспечить ее рост в долгосрочной перспективе.

Ключевые слова: стоимость, спред доходности, экономическая добавленная стоимость, прибыльность капитала.

Nataliia Shevchuk

PhD (Economics), Associate Professor, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Ukraine
54/1 Peremohy Ave, Kyiv, 03057, Ukraine

VALUE AS A CRITERION FOR ENTERPRISE MANAGEMENT EFFECTIVENESS

Abstract. The value of the enterprise is multifaceted economic category, and the results of its research are ambiguous and sometimes contradictory. A look at value as a criterion for the efficiency of enterprise management necessitates disclosure of its essence, because of the ability to create new value, which, in turn, needs to be improved and adapted to the practical usage of appropriate analytical tools. In this article, the reasons regarding feasibility of using the concept of economic value added as the one that is best suited to formalize and evaluate factors that direct management influence on the development of value added. In this paper, the multifactor model analysis of economic value added and its practical implementation allows defining the factors to which the processes of value formation appeared to be more sensitive. After the study of 35 industrial enterprises in Ukraine (mining and concentrating, metallurgical, machine-building, food), it was determined that the most influential are the factors that shape the yield and the level of optimality (rationality) structure of financial assets. The author argued the feasibility of index matching usage of the profitability critical importance in its actual implementation as a signal to management concerning the feasibility of the appropriate corresponding action.

Keywords: value; yield spread; economic value added; return on capital.

JEL Classification: D24, M11

Постановка проблеми. Становлення дієвої системи господарювання на всіх ієрархічних рівнях є одним із основних напрямів стабілізації економіки. З огляду на це актуалізуються проблеми підвищення ефективності управління підприємством. Протягом останніх десятиліть широкого практичного використання набула концепція управління бізнесом, що базується на його вартості як концентрованої оцінки ефективності функціонування та перспектив розвитку підприємства.

Водночас, розуміння природи вартості в економічних дослідженнях є неоднозначним, а множинність концепцій щодо її формування не пропонують системного розв'язання проблеми її збільшення. Саме цей факт визначає необхідність наукового розмежування протиріч вартісних категорій і більш ґрунтовного дослідження вартості підприємства як економічного блага особливого роду, що має економічну, інституційну, інвестиційну, фінансову, маркетингову, ринкову та інноваційну природу.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Базисні концепції вартості як критерію ефективності управління підприємством були сформовані в наукових працях Т. Коллера (Т. Koller), Т. Коупленда (Т. Copeland), Дж. Мурріна (J. Murrin), А. Раппарорта (А. Rapraort), Б. Стюарта

(В. Stewart). У подальшому окреслена проблематика у цілісному вигляді розвивалася в роботах Г. Арнольда (G. Arnold), М. Дженсена (М. Jensen), А. Долгоффа (А. Dolgoff), Р. Моріна (R. Morin), К. Островського (К. Ostrowski), М. Скотта (М. Scott), С. Янга (S. Young). Вагомий внесок у розвиток цього наукового напрямку дослідження зробили російські та вітчизняні вчені-економісти І. Івашковська, М. Кудіна, О. Мендрул, О. Мних, Т. Теплова, О. Яковлева.

Існує безліч теоретичних концепцій щодо оцінювання ефективності підприємства за критерієм прирощення його вартості. Однак проблеми їх практичного використання висвітлені не повною мірою та потребують апробації із подальшим удосконаленням у напрямі врахування потреб реального бізнесу.

Метою статті є розвиток сучасного методичного інструментарію вартісно орієнтованого менеджменту в контексті забезпечення ефективності діяльності національних промислових підприємств.

Основні результати дослідження. Результати дослідження вартості підприємства сучасними вченими-економістами [1–6] дозволяють стверджувати про притаманну їй двоїстість. Така двоїстість виявляється в тому, що, з одного боку, підприємство є джерелом формування вар-

тості, а відтак є суб'єктом економічних відносин, який створений і функціонує з метою виробництва та реалізації суспільних благ. З другого боку – підприємство виступає економічним, інвестиційним благом і об'єктом вкладення капіталу. У першому випадку величина вартості залежить від конкурентоспроможності та інвестиційної активності підприємства, у другому – від його інвестиційної привабливості для інших суб'єктів економічних відносин.

Дослідження економічної природи підприємства дає підстави висновувати, що його вартість є агрегованим показником, що адекватно відображає потенційну здатність задовольняти фінансові та економічні інтереси всіх учасників відносин як усередині підприємства, так і в його взаємозв'язках із навколишнім бізнес-середовищем. Розкриваючи економічну природу підприємства через виявлення його сутнісних характеристик у контексті забезпечення ефективності управління доцільно, на наш погляд, фокусування на фундаментальній та ринковій вартості. Зіставлення ринкової оцінки підприємства, яка виражається в курсовій вартості акцій, і внутрішньої фундаментальної вартості, що відображає його економічний потенціал та визначається на основі різних методик, становить предмет дослідження інвесторів і аналітиків. Зазначені категорії тісно пов'язані між собою, оскільки, з одного боку, зміна фундаментальної вартості підприємства рано чи пізно має відбитися на його ринковій оцінці іншими суб'єктами ринкових відносин, з другого – саме ринкова активність інших суб'єктів визначає доступність і ціну джерел фінансування, які впливають на результуючий показник фундаментальної вартості підприємства.

Узагальнюючи трактування терміну «управління вартістю підприємства», які є поширеними в сучасній економічній літературі [1–6], насамперед визначимо його основні переваги. На наш погляд, вони є такими: за своєю сутністю «управління вартістю підприємства» найбільшою мірою відповідає природним інтересам власників підприємств у збагаченні; останні, намагаючись підвищити свій добробут, забезпечують прийняття управлінських рішень, що враховують інтереси зацікавлених осіб, забезпечуючи їм при цьому доходи за умови зростання ризиків для власників підприємства; вартість як економічна категорія може використовуватися на всіх рівнях управління підприємством як критерій ефективності, а також виступати мірою результативності діяльності зацікавлених осіб; орієнтація на вартість створює дієві важелі залучення капіталу, що обумовлює підвищення конкурентоспроможності та інвестиційної активності підприємства.

Для обґрунтування управлінських рішень принципово розмежовують два підходи до оцінювання вартості підприємства: на основі економічного прибутку та на основі дисконтованих грошових потоків. Економічний прибуток може розглядатися як показник ефективності управління підприємством, тобто внутрішня оцінка результату функціонування. У рамках концепції економічного прибутку основний акцент доцільно зробити на спреді доходності капіталу як необхідній нормі віддачі на вкладений капітал. Модель дисконтованих грошових потоків, що багатьма науковцями розглядається як найбільш прогресивний метод оцінювання вартості, на нашу думку, є лише альтернативним, оскільки обидві моделі базуються на одному методологічному принципі – поточній оцінці перспектив розвитку підприємства на основі дисконтування.

Важливо відмітити, що на сучасному етапі не існує адекватного результуючого показника, який відображав би всі аспекти вартості підприємства. Утім, певні концепції можна розглядати як відправний пункт. До таких, безумовно, варто віднести концепції доданої вартості підприємства, витоками яких є теорія економічного прибутку.

Найважливішим поняттям у теорії управління вартістю підприємства є величина доданої за період вартості. Показник доданої ринкової вартості (Market Value Added, MVA) – це найбільш очевидний її критерій. Однак слід зазначити, що багато експертів трактує його використання

по-різному. Наприклад ряд фахівців розглядає додану ринкову вартість тільки як приріст власного капіталу підприємства. У цьому випадку MVA розраховується як різниця між ринковою ціною капіталу і вартістю інвестованого акціонерного капіталу. Сумарна вартість визначається як ринкова вартість власного капіталу, що дорівнює ринковій капіталізації (добуток ринкового курсу акції на кількість акцій в обігу). Однак ринкова оцінка не завжди адекватно відбиває внутрішні процеси, що розгортаються на підприємстві. Значний вплив на ринкову вартість справляють зовнішні фактори, макроекономічна ситуація, переваги й очікування інвесторів. Сьогодні більшість експертів дотримується більш широкого тлумачення поняття доданої ринкової вартості, розглядаючи її через ринкову капіталізацію та ринкову вартість зобов'язань підприємства [7–9].

Показник, покладений в основу системи управління, заснованої на вартісному підході, має не тільки відображати вартість підприємства, а й сигналізувати про ефективність прийняття рішень на всіх рівнях, а також слугувати інструментом мотивації менеджменту. Додана ринкова вартість MVA не відповідає окресленим вимогам, позаяк на ринкову капіталізацію впливає багато факторів, частина з яких не підконтрольна менеджменту підприємства. Понад те, якщо результати роботи підприємства оцінюватимуться тільки за цим показником, до якого будуть прив'язані також мотиваційні схеми, то це може призвести до неефективних управлінських рішень. Наприклад, управлінці прийматимуть рішення, що матимуть короткостроковий вплив на курсову вартість акцій, але руйнуватимуть фундаментальну вартість у довгостроковій перспективі (наприклад, програми скорочення інвестиційних витрат через масштабне зменшення бюджету науково-дослідних розробок). Але, як відомо, однією з основних цілей системи управління, базованої на вартісному підході, є координація й мотивація прийняття рішень, що обумовлюють створення довгострокових конкурентних переваг, адже вартість підприємства визначається сумою майбутніх грошових потоків. Як реагування на описані вади виник цілий ряд скоригованих показників ринкової доданої вартості та альтернативних показників вартості.

Сьогодні з-поміж усіх показників, призначених для оцінювання процесу формування вартості підприємства, найбільш поширеним є економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA). Причина полягає в тому, що цей показник поєднує простоту розрахунку і можливість визначення вартості підприємства, а також дозволяє оцінювати ефективність як у цілому, так і в окремих підрозділах. Показник EVA є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина показника свідчить про збільшення вартості підприємства, тоді як негативна – про її руйнування. Економічна додана вартість визначається за методом фінансової оцінки та характеристики підприємства, який відображає вплив доходності вкладеного капіталу порівняно з альтернативними інвестиціями і безпосередньо пов'язує прибутковість капіталу та витрати на нього із вартістю. Ця технологія є основною ланкою у фундаментальній концепції вартісного підходу до управління підприємством паралельно з такими методами, як дисконтовані грошові потоки (Discounted Cash Flows, DCF), чиста приведена вартість (Net Present Value, NPV) і технологія бюджетування капіталовкладень (Capital Budgeting, CB). Вартість утворюється у процесі реалізації стратегії підприємства, а основою її формування є конкурентні переваги бізнесу. Чиста приведена вартість специфічних інвестиційних проектів є оцінкою змін у вартості капіталу підприємства, якщо ці інвестиції в перспективі будуть створювати нову вартість. Таким чином, економічна додана вартість – це, по суті, оцінка змін у вартості бізнесу. Тож головне питання, відповідно, зводиться до прийняття таких управлінських рішень, які в майбутньому дадуть змогу підприємству генерувати позитивні грошові потоки, що перевищують витрати на вкладений капітал [2; 5].

Можна зробити висновок про те, що моделі економічного прибутку, грошового потоку на інвестований капітал та економічної доданої вартості ґрунтуються на ідеї фундаментальної вартості. Основними чинниками створення вартості є частка надлишкового доходу, що спрямовується на реінвестування, а також різниця між нормою прибутку на інвестований капітал і вартістю капіталу підприємства. На наш погляд, з точки зору ефективності управління підприємством інтерес становлять спроби модифікувати методику визначення вартості шляхом застосування факторного підходу. Вихідна теза полягає в тому, що у процесі управління підприємством на основі його вартості слід акцентувати на спреді доходності функціонуючого капіталу (формула 1), що формується як різниця між рентабельністю капіталу за чистим прибутком ($R_{cap.}$) та середньозваженою вартістю капіталу ($WACC$):

$$EVA = K * (R_{cap.} - WACC) \quad (1)$$

Факторний аналіз вартості Ю. Бріггема (Brigham, 2002) [10] свідчить про те, що для її прирощення необхідним є зростання віддачі на вкладений капітал більш високими темпами, ніж збільшення вартості капіталу. Менеджмент підприємства не завжди може впливати на показник вартості капіталу, оскільки багато факторів, що його формують, діє поза межами функцій управлінців. Щодо прибутковості капіталу, то ефективність управлінських рішень у всіх сферах діяльності підприємства безпосередньо відображається на значенні цього показника. Результати кореляційного аналізу змін прибутковості капіталу залежно від факторів ($X_1 \dots X_{16}$), що утворюють вартість, для 35 національних промислових підприємств різних галузей національного господарства за 2007–2012 рр. (табл.) дозволяють зробити ряд висновків.

Серед загальної кількості факторів, що формують фінансовий рівень ефективності управління підприємством, 73% обраних показників чинили помітний або сильний вплив на формування прибутковості капіталу. Найбільш впливовими були ті, що визначають рівень ділової активності (рентабельність реалізації, продуктивність активів, швидкість обороту окремих елементів активів, темпи економічного зростання та його стійкості). Помітний рівень зв'язку з рівнем ефективності управління мають показники, що характеризують політику фінансування активів підприємств і рівень забезпеченості власними оборотними коштами. Фактично, через вплив тих або тих показників процес формування прибутковості капіталу пов'язаний з усіма аспектами фінансово-економічного стану підприємства.

З метою оцінювання чутливості змін прибутковості активів досліджуваної вибірки підприємств до капіталоутворюючих факторів було побудовано багатофакторну модель (формула 2):

$$R_{cap.} = R_{sale} * K_{dz.} * w_{dz.} * k_{pot.liku} * w_{pot.zob.} * k_{zal.PK.}, \quad (2)$$

де R_{sale} – рентабельність реалізації за чистим прибутком, %; $K_{dz.}$ – коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості, кількість оборотів; $w_{dz.}$ – частка дебіторської заборгованості в загальній величині оборотних активів; $k_{pot.liku}$ – коефіцієнт поточної ліквідності; $w_{pot.zob.}$ – частка поточних зобов'язань у загальній величині позикового капіталу; $k_{zal.PK.}$ – коефіцієнт залучення позикового капіталу.

Результати практичного використання описаного підходу дозволяють визначити пріоритетність впливу факторів (рис. 1). Прибутковість активів є більш чутливою до змін рівня рентабельності реалізації – 56,8%; структури фінансування активів – 32,7% (з них 27,7% – до зміни частки поточних зобов'язань у загальній величині позикового капіталу, 5,0% – до зміни коефіцієнта залучення позикового капіталу); ефективності використання оборотних активів – 8,2%; рівня ліквідності – 2,3%.

Результати оцінювання чутливості змін факторів, що впливають на процеси формування рівня прибутковості активів, дозволяють говорити про те, що одним із найбільш впливових є рентабельність продажу, яка визначається обсягами реалізації та витратами на виробництво і збут продукції. Рівень відповідності фактичного значення рентабельності реалізації критичному рівню¹ коливається в таких межах: для гірничозбагачувальних комбінатів – 0,482; харчових підприємств – 0,128; машинобудівних – 0,109; металургійних – 0,076 (рис. 2). Негативна динаміка розрахованого коефіцієнта апроксимації (рис. 2) має стати сигналом для менеджменту підприємств щодо пріоритетності управління тими факторами, які безпосередньо визначають рентабельність реалізації і формують відповідну стратегію розвитку бізнесу.

¹ Критичне значення рентабельності реалізації (threshold profit margin) визначається при заданому рівні доходності інвестицій за умови нульового значення спреда доходності капіталу.

Значення коефіцієнта кореляції та характеристика зв'язку	Підприємства			
	Гірничозбагачувальні (5 підприємств)	Металургійні (10 підприємств)	Машинобудівні (10 підприємств)	Харчові (10 підприємств)
до 0,3 зв'язок відсутній	X ₄	X ₈ , X ₉ , X ₁₀	X ₁ , X ₄	X ₅ , X ₆
0,3 – 0,5 зв'язок слабкий	X ₂ , X ₃ , X ₅ , X ₆ , X ₇ , X ₈ , X ₉ , X ₁₃	X ₄ , X ₁₃	X ₂ , X ₃ , X ₇ , X ₈ , X ₉	X ₁ , X ₄ , X ₇ , X ₈ , X ₉
0,5 – 0,7 зв'язок помітний	X ₁ , X ₁₁ , X ₁₂	X ₃ , X ₅ , X ₆ , X ₁₁ , X ₁₄ , X ₁₅	X ₅ , X ₆ , X ₁₀ , X ₁₁ , X ₁₂ , X ₁₃ , X ₁₄ , X ₁₅	X ₂ , X ₃ , X ₁₃ , X ₁₄ , X ₁₅
0,7 – 0,9 зв'язок сильний	X ₁₀ , X ₁₄ , X ₁₅ , X ₁₆	X ₁ , X ₂ , X ₁₂ , X ₁₆	X ₁₆	X ₁₀ , X ₁₁ , X ₁₂ , X ₁₆
0,9 – 0,99 зв'язок дуже сильний	-	-	-	-

Примітки:

Фактори: X₁ – коефіцієнт автономії, X₂ – коефіцієнт перманентного капіталу, X₃ – коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів, X₄ – коефіцієнт капіталізації, X₅ – коефіцієнт маневреності власних коштів, X₆ – коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами, X₇ – коефіцієнт поточної ліквідності, X₈ – коефіцієнт проміжної ліквідності, X₉ – коефіцієнт абсолютної ліквідності, X₁₀ – продуктивність активів, X₁₁ – коефіцієнт оборотності оборотних активів, X₁₂ – коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості, X₁₃ – коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості, X₁₄ – коефіцієнт стійкості економічного зростання, X₁₅ – темп економічного зростання, X₁₆ – рентабельність реалізації.

Досліджувані підприємства: ВАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат», ПАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат», ПАТ «Центральний гірничозбагачувальний комбінат», ВАТ «Полтавський гірничозбагачувальний комбінат», ПАТ «Інгулецький гірничозбагачувальний комбінат», ПАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь», ПАТ «Алчевський металургійний комбінат», ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг», ПАТ «Електрометалургійний завод «Дніпроспецсталь» імені А.М. Кузьміна», ПАТ «Донецький металургійний завод», ПАТ «Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Дзержинського», ПАТ «Єнакієвський металургійний завод», ВАТ «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь», ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча», ПАТ «Євраз – Дніпропетровський металургійний завод імені Петровського», ПАТ «Турбоатом», ПАТ «Запоріжтрансформатор», ПАТ «Новокраматорський машинобудівний завод», ПАТ «Сумське науково-виробниче об'єднання ім. М. Фрунзе», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», ПАТ «Мотор Січ», ПАТ «Дніпроважмаш», ПАТ «Дружківський машинобудівний завод», ПАТ «Харківський тракторний завод ім. С. Орджонікідзе», ПАТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування «Насосенергомаш», ПАТ «Миронівський хлібопродукт», ПАТ «САН ІнБев Україна», ПАТ «Житомирський маслозавод», ПАТ «Виробниче об'єднання «Конті», ПАТ «Козятинський м'ясокомбінат», ПАТ «Яготинський маслозавод», ПАТ «Галактон», ПАТ «Бершадьмолоко», ПАТ «Золотоноша м'ясо», ПАТ «М'ясокомбінат «Ятрань»

Джерело: Розробка авторів

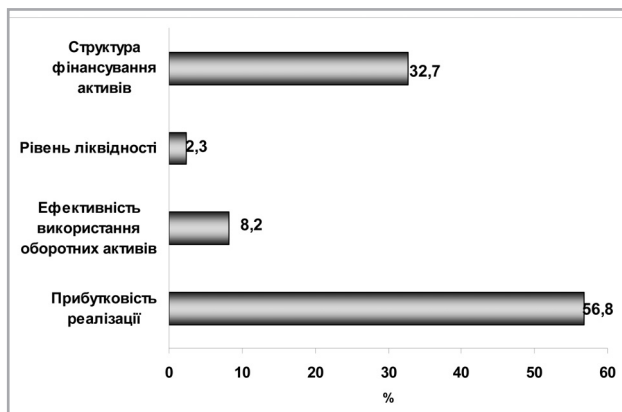


Рис. 1. Показники пріоритетності впливу капіталуутворюючих факторів на прибутковість активів національних промислових підприємств

Джерело: Розраховано за даними досліджуваних 35 промислових підприємств (відповідно до списку, табл. 1) та усереднено за період 2007-2012 рр.

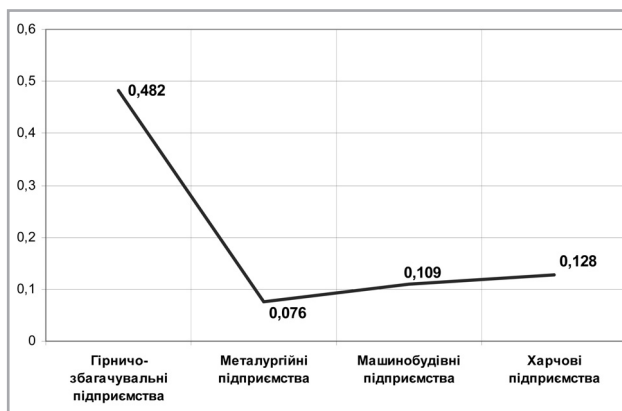


Рис. 2. Усереднені значення коефіцієнта апроксимації фактичного значення прибутковості реалізації до критичного рівня для національних промислових підприємств

Джерело: Розраховано за даними досліджуваних 35 промислових підприємств (відповідно до списку, табл. 1) та усереднено за період 2007-2012 рр.

Висновки. Таким чином, результати кореляційного і факторного аналізу прибутковості капіталу як одного з основних параметрів вартості підприємства дозволяють виявити рівень пріоритетності впливу на ті аспекти діяльності підприємства, що протягом досліджуваного періоду визначають динаміку формування або руйнування вартості. Ми можемо стверджувати, що процеси формування вартості підприємства безпосередньо залежать від змін спреду доходності капіталу, на який впливають базові параметрами фінансово-економічного стану, а саме: струк-

тура фінансування активів, рівень прибутковості, фінансової стійкості, ліквідності, платоспроможності та ділової активності. Посилення впливу менеджменту на критичні фактори вартості дасть змогу забезпечити її позитивну динаміку в довгостроковій перспективі.

Література

1. Ивашковская И. В. Оценка деятельности российских компаний в системе управления стоимостью: возможности модифицированной модели добавленной стоимости потока денежных средств / И. В. Ивашковская, А. И. Запорожский // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – № 6. – С. 211–223.
2. Кудина М. В. Теория стоимости компании : монография / М. Кудина. – М. : ФОРУМ, ИНФРА-М, 2010. – 368 с.
3. Мендрул О. Г. Управление стоимостью предприятия : монография / О. Г. Мендрул. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
4. Мних О. Б. Маркетингова концепція формування вартості машинобудівного підприємства: теорія і практика : монографія / О. Б. Мних. – Львів : Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2009. – 428 с.
5. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т. В. Теплова. – М. : Вершина, 2006. – 272 с.
6. Яковлева Е. А. Управление стоимостью предприятия в инновационном процессе : монография / Е. А. Яковлева. – СПб. : Изд-во СПбГПУ, 2008. – 156 с.
7. Андреев В. В. Проблема сопоставления и выбора VBM-критерия при постановке ценностно-ориентированного менеджмента на предприятии / В. В. Андреев // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2008. – № 4(56). – С. 162–169.
8. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты : монография / Д. Л. Волков. – СПб. : Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. – 320 с.
9. Ивашковская И. В. Стратегический финансовый анализ: Концепция / И. В. Ивашковская. – М. : Бизнес Элаймент, 2012. – 142 с.
10. Brigham E. Financial Management. Theory and Practice / E. Brigham, V. Erhardt. – Mason : Harcourt College Publishers, 2002. – 1200 p.

Стаття надійшла до редакції 04.03.2014

References

1. Ivashkovskaya, I. V. (2007). Evaluation of Russian companies in the system of value management: the ability to modify the model of value added cash flow. *Audit i finansovyi analiz (Audit and Financial Analysis)*, 6, 211-223 (in Russ.).
2. Kudina, M. V. (2010). *The theory of company value*. Moscow: FORUM, INFRA-M (in Russ.).
3. Mendrul, O. G. (2002). *Value Management of business*. Kyiv: KNEU (in Ukr.).
4. Mnykh, O. B. (2009). *Marketing conception of value engineering enterprise: theory and practice*. Lviv: Vydavnytstvo Natsionalnoho universytetu «Lvivska politehnika» (in Ukr.).
5. Teplova, T. V. (2006). *Investment leverage to maximize the company's value. Practice of the Russian enterprises*. Moscow: Verzhina (in Russ.).
6. Yakovleva, E. A. (2008). *Value Management at the Enterprise in the innovation process*. St. Petersburg: Izd-vo SPbGPU (in Russ.).
7. Andreev, V. V. (2008). The problem of comparing and selecting VBM-criterion when setting value-based management at the enterprise. *Izvestia Sankt-Petersburgskoho universiteta ekonomiki i finansov (News of the St. Petersburg University of Economics and Finance)*, 4 (56), 162-169 (in Russ.).
8. Volkov, D. L. (2008). *The theory of value-based management: financial and accounting aspects*. St. Petersburg: Vysshiaia shkola menedzhmenta SPbGU (in Russ.).
9. Ivashkovskaya, I. V. (2012). *Strategic Financial Analysis: Concepts*. Moscow: Biznes Elaiment (in Russ.).
10. Brigham, E., & Erhardt, V. (2002). *Financial Management. Theory and Practice*. Mason: Harcourt College Publishers.

Received 04.03.2014

ШАНОВНІ АВТОРИ «ЕЧ-XXI»!

Нові вимоги до наукових статей та умови їх публікації

в науковому фаховому журналі

«Економічний часопис-XXI»

викладені на сайті:

<http://soskin.info/ea/avtory.html>