

УДК 338.46.336.7

І. Б. Івасів

канд. екон. наук, доцент,
доцент кафедри банківської справи,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ЕКОНОМІЧНА МОДЕЛЬ АНАЛІЗУ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ В КОНТЕКСТІ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО БАНКІВСЬКОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

В работе рассмотрена экономическая модель анализа результативности банковского менеджмента, сущность, генезис и структура управления банком, ориентированного на стоимость.

The paper examined the economic impact analysis model for bank management, the nature, genesis and structure of value-based management in bank.

Ключові слова: *вартісно-орієнтований менеджмент, вартість банку, фундаментальна вартість.*

В основу вартісно-орієнтованого менеджменту покладено управління на основі інтегрованого фінансового показника — фундаментальної вартості фірми. Водночас, вартісно-орієнтоване управління змінює традиційні уявлення про результативність управління банком, так як ґрунтується на економічній, а не на бухгалтерській моделі аналізу результативності. Дана теза потребує свого обґрунтування, що і виступає метою даної роботи.

Логіка дослідження вимагає попередньо з'ясувати категорію «вартість». У теоретичному аспекті це становить досі нерозв'язану наукою проблему. Можливо, тому в українсько- і російськомовних фахових публікаціях англійське слово «value», що позначає поняття «вартість», подекуди перекладають як «цінність». Відповідно, деякі фахівці намагаються уникнути використання терміна «вартість», уживаючи слово «цінність». Інші, як наприклад, М. Туган-Барановський уживає обидва терміни: вартість — як результат людської праці і цінність — як явище, що сформувалось на ринку [1].

У неокласичній економічній теорії вартість об'єкта чи послуги часто розглядається не інакше, як ціна, яка склалась на відкритому і конкурентному ринку. Зокрема, А. Маршалл у багатьох випадках термін «вартість» уживав як синонім ціни, заявляючи, наприклад, що нормальна вартість товару повинна забезпечувати рівновагу між попитом та пропозицією [2, с. 109].

У класичній економічній теорії вартість і ціна не ототожнюються. За С. Кіном, вартість розглядається як природна цінність товару, котра встановлює нормальне (рівноважне) співвідношення, за яким обмінюються товари [3].

Деякі економісти наголошують на тому, що вартість завжди має суб'єктивні властивості. На думку Людвіга фон Мізеса, немає різниці між вартістю об'єкта чи товару і вартістю, що походить від психології ринкового учасника [4]. У цьому зв'язку К. Менгер зазначає, що вартість «є характеристикою того, наскільки важливі для нас окремі товари..., коли ми усвідомили, що без володіння цими товарами неможливо задовольнити наші потреби» [5, с. 115]. Суб'єктивістським є і трактування М. Портера, який пише, що «вартість — це те, що покупці готові оплачувати» [6, с. 27].

У рамках даної праці під вартістю ми розумітимемо виражену в грошах цінність активу. Оскільки у сучасній економіці будь-який актив може бути як джерелом доходу, так і об'єктом ринкової операції [7, с. 9], ми з повним правом поняття активу можемо розширити, пристосувавши його до фірми або бізнес-одиниці, включно з банком та його бізнес-одиницями.

Стосовно поняття «вартість фірми» в економічній літературі зустрічаються кілька поглядів. За одним із них вартість фірми (firm value) визначається вартістю її активів. Зокрема, А. Раппапорт вартість фірми (бізнесу) називає «корпоративною вартістю» (corporate value), визначаючи її сумою вартості боргу та вартості власного капіталу фірми. При цьому вартість власного капіталу компанії Раппапорт іменує «вартістю акціонерів» (shareholder value) [8, с. 32–33]. Так само вартість фірми трактують А. Дамодаран [9, с. 16, 771], Д. Волков [10, с. 5].

Переважна більшість фахівців визначають вартість фірми як ринкову вартість її власного капіталу. Серед багатьох таких авторів потрібно зазначити Дж. Сінкі-молодшого [11], О. Мендрула [12], К. Уолша [13]. У нашій роботі в значенні «вартість фірми» ми розумітимемо фундаментальну вартість власного капіталу компанії. Під фундаментальною вартістю (fundamental value) активу¹ розуміється його оцінка з урахуванням прогнозованих надходжень та виплат, пов'язаних із даним активом.

¹ У літературі зустрічаються також інші назви фундаментальної вартості, зокрема внутрішня вартість (intrinsic value).

Поняття фундаментальної вартості, таким чином, не тотожне ринковій та балансовій вартості і навіть певною мірою протистойть їм, особливо останній. Зусилля менеджерів банку спрямовані на максимізацію ринкової вартості фірми, яка виражається як вартість простих акцій за їх актуальним курсом. Іншими словами, ринкова вартість банку розраховується множенням актуального курсу його акції на кількість простих акцій в обігу.

Балансова вартість визначається за даними бухгалтерської звітності банку. Виходячи з балансової рівності справедливою є формула:

$$A_{BV} = E_{BV} + L_{BV}, \quad (1)$$

де A_{BV} — балансова вартість активів;

E_{BV} — балансова вартість власного капіталу;

L_{BV} — балансова вартість зобов'язань.

Звідси робимо висновок про те, що

$$V_A = V_E + V_D, \quad (2)$$

де V_A — фундаментальна вартість активів;

V_E — фундаментальна вартість власного капіталу;

V_D — фундаментальна вартість зобов'язань.

Отже, фундаментальна вартість власного капіталу становитиме:

$$V_E = V_A - V_D. \quad (3)$$

Для нефінансових компаній фундаментальну вартість боргу в процесі оцінювання можна замінити балансовою вартістю. Однак такий підхід не може бути застосований до банків, котрі, як ми з'ясували, створюють вартість також на боці пасивів.

В ідеалі фундаментальна вартість фірми має дорівнювати ринковій вартості, однак це можливе лише в умовах досконалого фінансового ринку. За умов недосконалих ринків можливі відхилення у значеннях ринкової та фундаментальної вартості, породжені асиметричністю інформації та короткостроковими коливаннями цін на ринку.

Однак, незважаючи на наш скептицизм з приводу можливості фондового ринку адекватно відображати вартість акцій, про що твердять прихильники концепції ефективного фондового ринку, з ними важко не погодитись у тому, що в довгостроковій перспективі значення фундаментальної та ринкової вартості банку тісно корелюють.

Інформація щодо поточної вартості компанії потрібна власникам та менеджерам не тільки при продажу банку, але й у процесі управління. Для цілей оперативного управління доцільніше застосовувати саме фундаментальну вартість. У банків, акцій яких немає в обігу на фондовому ринку, фундаментальна вартість взагалі є основним індикатором результативності менеджменту.

Проте, в кінцевому підсумку, зусилля керівництва мають бути матеріалізовані в максимізації ринкової вартості банку одночасно з заходами, спрямованими на те, щоб мінімізувати розриви між ринковою та фундаментальною вартістю банку. У протилежному разі на ринку виникає загроза, що компанія стане об'єктом поглинання. Отже, на сьогодні в умовах розвинутих ринків вартісно-орієнтоване управління стає неодмінною стратегією, що забезпечує стійкий розвиток та виживання компанії.

Вартісно-орієнтований підхід до управління компанією був породжений англосаксонською управлінською культурою приблизно у 1980-х роках і протягом 1990-х — початку 2000-х рр. набув значного поширення в практиці банківського менеджменту не тільки у США та Великобританії, але й у європейських та деяких азіатських країнах. Нині його принципи запроваджують і вітчизняні фахівці. Запропонуємо наше розуміння принципів вартісно-орієнтованого менеджменту:

- у кожен момент часу як у фірми загалом, так і будь-якого її структурного елементу існує певна вартість;

- джерелом цієї вартості є здатність фірми генерувати потоки грошових коштів. Фактично, ці грошові потоки, що створюються фірмою, і є її вартістю;

- через недосконалість ринків існує ризик відхилення реальних грошових потоків від очікуваного розміру, тому вони можуть бути прогнозовані лише з певною мірою точності і не претендують на абсолютну істину;

- при обчисленні вартості фірми має братись до уваги вартість власного капіталу як альтернативної вартості. Тобто можна говорити про те, що компанія створює вартість лише тоді, коли вона відшкодувала вартість капіталу, який використовувався, щоб генерувати цей прибуток;

- управління фірмою орієнтується на максимізацію її вартості, виявом якої є зростання вартості власного капіталу компанії.

Визначити вартісно-орієнтований підхід до управління, або, як ми його ще тут називаємо, вартісно-орієнтований менеджмент,

доволі непросто. У широкому розумінні вартісно-орієнтований менеджмент ми трактуємо як процес, який охоплює прийняття управлінських рішень, створення корпоративної культури і цінностей компанії, які в сукупності дозволяють урахувати інтереси більшості зацікавлених осіб і в кінцевому підсумку призводять до зростання вартості власного капіталу. Загалом він виражає підхід до управління компанією, який націлений на максимізацію її вартості в довгостроковій перспективі. У більш вузькому значенні цей термін можна трактувати як модель оцінки результативності бізнесу.

Поняття вартісно-орієнтованого менеджменту набуло поширення із середини 1980-х років, коли А. Раппапорт видав свою основоположну працю «Створюючи вартість акціонера: новий стандарт для бізнесу» [8].

Абревіатури на кшталт VBM (value-based management) чи MSV (managing for shareholder value) з'явилися у 1990-х роках, коли Б. Стюарт [14], Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурін [15] видали свої праці, що стали фундаментом вартісно-орієнтованого менеджменту. З того часу VBM перестав бути теоретичною конструкцією і перейшов у розряд інструментів стратегічного управління (хоч навіть 1998 року в газеті «Financial Times» побачила світ стаття, в якій висловлювався сумнів, чи не був вартісно-орієнтований менеджмент плодом 16-річного періоду підвищення кон'юнктури на фондовому ринку [16, с. 4]).

У своєму розвитку концепція вартісно-орієнтованого управління пройшла три фази.

На першій, назвемо її розрахунковою, фазі в середині 1980-х років вартісно-орієнтований менеджмент фокусувався майже виключно на фінансових аспектах. Початок цьому, як вважається, поклали інвестиційні аналітики, яких у літературі часто іменують корпоративними рейдерами², котрі здійснювали моніторинг ринку в пошуках недооцінених компаній з метою їх придбання з подальшою реструктуризацією та перепродажем. Для цих цілей вони почали обчислювати вартість бізнесу із застосуванням різних моделей, де вартість акцій була функцією грошових потоків і прибутковості капіталу, скоригованого на ризик. У цей період ком-

² Слід зазначити, що в оригіналі термін «рейдер» не містить негативного забарвлення, на відміну від вітчизняних публікацій, в яких під рейдерством розуміють незаконні або напівзаконні оборудки, спрямовані на захоплення контролю над компанією. Більш детально дану проблему досліджують М. Діба та М. Зубок [17].

панії поступово перетворились на товари, якими торгують. Це зумовило активізацію процесів реструктуризації, злиття та поглинання: недостатньо результативні фірми ставали об'єктом дивестицій або ліквідувались, а перспективні і прибуткові компанії ставали об'єктом інвестування.

Зрозуміло, що такий підхід не справляє істотного впливу на вартість акціонерів у довгостроковій перспективі. І хоч інвестори можуть здійснювати операції з купівлі-продажу компаній досить довго, з певного моменту в них може виникнути потреба управляти їхнім бізнесом у контексті створення додаткової вартості для власників. Тому в другій, стратегічній, фазі свого розвитку в 1990-х роках вартісно-орієнтований менеджмент переміщується на рівень бізнес-стратегії. Найбільш показовим у цьому плані стало взаємопроникнення фінансового та стратегічного планування. Однак при цьому й надалі залишалась дистанція між стратегічним та оперативним рівнем, інакше кажучи, менеджери не завжди могли знайти практичне застосування принципам VBM.

З початком XXI ст. вже може йтися про інтегровану фазу вартісно-орієнтованого менеджменту, який стає дедалі більш цілісним підходом до всіх аспектів управлінських рішень, у т. ч. зі стратегічним і фінансовим плануванням, управлінням структурою капіталу, оцінкою результативності та винагородою праці.

Отже, вартісно-орієнтований підхід до управління змінює ідеологію оцінки результативності банку та й саму парадигму управління банківською діяльністю. Для розуміння цієї сентенції порівняємо дві моделі аналізу діяльності фірми: бухгалтерську, що притаманна традиційному підходу до управління фірмою, й економічну, яка властива вартісно-орієнтованому менеджменту.

Сучасна фірма, зокрема банківська, функціонує в середовищі з трьома основними складовими:

- 1) ризиком і невизначеністю;
- 2) дохідністю, що пов'язана зі ступенем ризику інвестора;
- 3) ліквідністю.

Саме за ними формується кількісна оцінка результативності компанії і саме за ними бачимо розходження бухгалтерської та економічної моделей. Зупинимось на цих розходженнях, які мають концептуальний характер.

1. Традиційний бухгалтерський облік ґрунтується на принципі історичної вартості, сутність якого в тому, що всі елементи звітності оцінюються за тією вартістю, за якою вони були

обліковані на момент їх надходження в компанію. Відхилення від даного принципу й оцінка за поточною ринковою вартістю здійснюється лише у випадках, визначених бухгалтерськими стандартами.

Принциповий підхід бухгалтерської моделі полягає також у тому, що в аналізі використовуються операції, які фактично були здійснені, а альтернативні варіанти розвитку практично ігноруються. Наприклад, до витрат компанії за певний період відносять тільки фактично понесені витрати. Урешті-решт, діяльність компанії оцінюється позитивно, якщо одержані доходи перевищують фактичні витрати. Проте економічна модель оцінює результативність компанії з позиції інвестиційних альтернатив, що зіставні за рівнем ризику. Це докорінно змінює методологію аналізу та оцінку якості управління.

2. Бухгалтерська модель оцінки не зачіпає проблему невизначеності очікуваного результату, з якою стикається будь-який інвестор. Фінансова звітність не дає змоги одержати інформацію щодо ставки дохідності капіталу, яка й визначає інвестиційні альтернативи, що повинні мати порівнянні рівні ризику. А це означає, що в рамках бухгалтерської моделі неможливо оцінити, чи компенсує балансовий прибуток ризику компанії, чи є він достатнім для власників.

Жоден із показників рентабельності, ні ROA, ні ROE, котрі розраховані на основі фінансової звітності банку, ніяк не пов'язані з ризиками банку, а тому не можуть бути мірилом результативності компанії. Економічна ж модель дозволяє врахувати не тільки витрати, а й ризики бізнесу.

3. У процесі управління вкрай важливо мати інформацію щодо ліквідності банку, яку неможливо одержати, оперуючи даними фінансової звітності. Для цих цілей економічна модель пропонує показник вільного грошового потоку (free cash flow — FCF). Цей показник, запроваджений М. Дженсеном, означає потік грошових коштів, вільний для вилучення інвесторами після того, як у ньому були враховані операційні результати та інвестиції з позитивною чистою теперішньою вартістю.

4. Бухгалтерська модель розглядає теперішні та майбутні надходження і грошові потоки без поправки на доходи, що втрачаються компанією через неможливість одержання й інвестування грошового потоку негайно. Балансовий прибуток не відображає витрати на інвестиції, науково-дослідні розробки, модернізацію

виробництва, ефект від яких виявиться в майбутньому. Та й сам розмір прибутку залежить від методики бухгалтерського обліку, амортизаційних відрахувань і не може об'єктивно відобразити результативність роботи менеджменту.

В економічній моделі всі управлінські рішення приймаються на основі показника економічного прибутку. Економічний прибуток — це різниця між тим, що компанія заробляє за даний період часу, і тим мінімумом, який вона повинна заробити, щоб задовольнити своїх інвесторів:

$$\text{Економічний прибуток} = \frac{\text{Інвестований капітал} \times (\text{Рентабельність інвестицій} - \text{Середньозважені витрати на капітал})}{1} \quad (4)$$

Показник економічного прибутку демонструє достатність з погляду акціонерів грошових потоків для забезпечення нормального рівня дохідності, іншими словами — *бар'єрної дохідності капіталу* фірми. «Нормальний» рівень дохідності визначається не суб'єктивно, він показує з позиції власника розмір граничної дохідності інвестицій у компанію, нижче за який втрачаються стимули для інвестування, а з позиції менеджерів — *витрати на залучення власного капіталу* (cost of equity — COE), або мінімальну дохідність інвестицій, що її мають забезпечити менеджери власникам компанії.

Витрати на залучення власного капіталу можна визначити як мінімально прийнятну окупність інвестицій, яка відіграє роль порогової ставки, що використовується в інвестиційній оцінці. Вартість капіталу залежить від ризикованості оцінюваних проектів. Дж. Девіс визначає її як «середньозважений розмір витрат різних інвестицій компанії», що визначаються ризиком її інвестиційних можливостей [18, с. 5].

5. У рамках традиційного бухгалтерського обліку менеджери ставляться до власного капіталу просто як до вільного ресурсу. Бухгалтери, хоч і віднімають процентні виплати, пов'язані з борговим фінансуванням, однак не відображають вартості, яку акціонери вклали або вилучили з бізнесу. Це означає, що, словами Б.Стюарта, «компанії часто повідомляють про балансний прибуток, коли вони фактично знищують вартість акціонерів» [19]. Цю ситуацію ілюструє рис. 1.

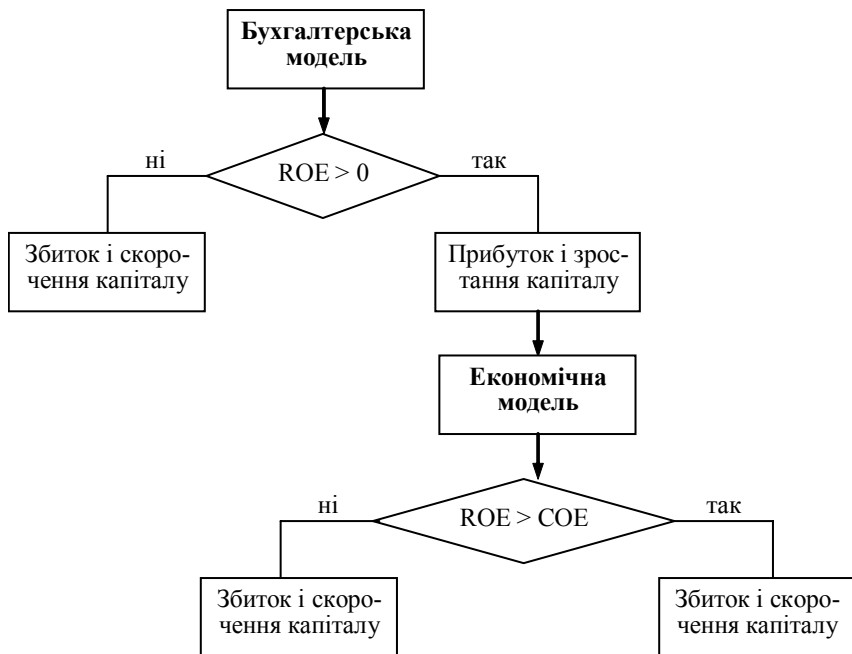


Рис. 1. Відмінності бухгалтерської та економічної моделей

На відміну від балансової оцінки, вимірювання вартості капіталу в рамках вартісно-орієнтованого управління стосується окупності нових інвестицій, а не того, що трапилось у минулому. Як зазначає Дж. Девіс, частина власного капіталу у вартості капіталу буде визначена ризиком, який узяли власники власного капіталу. Через це не може існувати жодного точного способу його обчислення, особливо на рівні компанії в цілому. Отже, керівники компанії повинні якомога точніше розраховувати необхідну вартість капіталу, хоч абсолютно «правильної» відповіді не існує [19].

6. У сучасних умовах наявна система бухгалтерського обліку більше виражає інтереси менеджерів, ніж власників компанії. Процес управління активами-пасивами банку тепер важко уявити ізольовано від оцінки ризиків, притаманних активам та зобов'язанням, а також від калькуляції доходів, що мають покривати дані ризики. Тому основна мета діяльності фірми кількісно виражається у вигляді інвестиційної вартості власного капіталу,

яка містить у собі сукупність потоків вільних грошових коштів з урахуванням бар'єрного рівня дохідності.

Створення стандартів бухгалтерського обліку, що були б адекватні сучасним реаліям управління бізнесом, є серйозною проблемою, докладний аналіз якої не є предметом даного дослідження. Сучасні наукові розробки, наприклад праці С. Пенмена [20], покликані наблизити систему обліку до потреб вартісно-орієнтованого менеджменту, зокрема, порівнюючи не бухгалтерські прибутки і грошові потоки, а балансові показники, одержані в процесі застосування різних систем обліку.

Слід зазначити, що вартісно-орієнтований менеджмент, на наш погляд, не можна ототожнювати з управлінням вартістю фірми³, позаяк вартісно-орієнтований менеджмент означає не управління вартістю, а, навпаки, те, що управління вартістю є базою для управління компанією. У цьому зв'язку ми розглядаємо концепцію вартісно-орієнтованого менеджменту як систему, що включає три модулі (рис. 2):

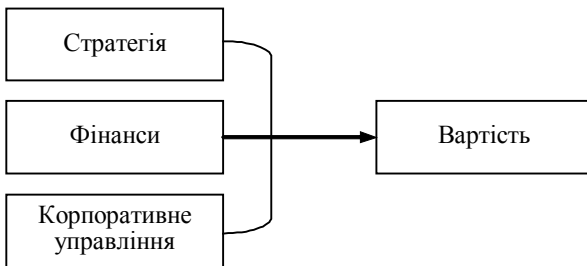


Рис. 2. Структура вартісно-орієнтованого управління в банку

- 1) стратегію банку;
- 2) рішення у сфері корпоративних фінансів;
- 3) корпоративне управління.

За класичним визначенням А. Чандлера, стратегія — це встановлення основних довгострокових цілей та завдань фірми й розроблення програми дій та розподілу ресурсів, необхідних для досягнення цих цілей [21, с. 15–16]. Складова стратегії демонструє

³ У перших перекладах літератури про управління вартістю на українську та російську перекладачі часто тлумачили термін VBM як управління вартістю. На це звертає увагу, зокрема, Д. Волков [10, с. 3–4].

зв'язок вартості банку та стратегій розвитку бізнесу, виявлення так званого *ланцюга створення вартості*. У цьому зв'язку потрібно погодитись із російськими економістами Д. Волковим та В. Катькало, що вартісно-орієнтований менеджмент може розглядатись як окремий напрямок стратегічного управління [10; 22]. Більше того, ми переконані, що його потрібно вважати таким.

Цікаво, що запровадження вартісно-орієнтованого підходу до управління збіглось у часі з активізацією інтересу до корпоративного управління. Вартісно-орієнтований менеджмент дозволяє розробити ефективну систему оцінки менеджменту, удосконалити відносини з інвесторами та іншими зацікавленими особами і загалом сприяє розв'язанню агентської проблеми.

Як ми вже з'ясували, фірма створює вартість, коли доходи на капітал (*return on capital*) перевищують витрати на залучення капіталу. Різниця між ними називається спредом. Банківський бізнес добре ілюструє цей постулат. Коли банк залучає кошти у вигляді 4 %, депозиту і розміщує ці ресурси як кредит під 10 %, ми з певними застереженнями можемо говорити, що витрати на капітал даного банку становили 4 %, а дохід на капітал — 10 %. Відповідно, розмір спреду дорівнюватиме 6 %, інакше кажучи, банк створює 6 % вартості на одну грошову одиницю. Чим більший спред між доходами та витратами на капітал, тим більший економічний прибуток, більша ринкова вартість капіталу і вартість фірми.

Отже, позитивний спред між доходами та витратами на капітал означає створення банком вартості, а негативний спред призводить до знищення вартості.

Спред між доходами та витратами на капітал є важливим, але не єдиним чинником формування стратегії на зростання вартості банку. Іншими двома чинниками, тобто «рушійними силами» (*drivers*), вартості є масштаб діяльності та фінансова стійкість банку.

Масштаб діяльності передбачає обсяги потенціального зростання бізнес-можливостей. Так, зростання прибутковості у вигляді позитивного спреду між доходами та витратами на капітал за вищої капітальної бази теоретично додає більше вартості. Продовжуючи аналогію з банківським бізнесом, зазначимо, що більша сума позики зі спредом 6 %, створить для банку більшу вартість.

Стійкість означає часовий інтервал дії конкурентних переваг банку, тобто період, під час якого банк буде прибутковим і бізнес зростатиме, додаючи вартість. У нашому прикладі чим довший термін позики зі спредом 6 %, тим більше вартості буде створено банком.

Отже, можна виділити рушійні сили (чинники) вартості банку, подані на рис. 3:

- прибутковість, яка визначається здатністю банку генерувати прибуток, який перевищує витрати на залучення капіталу;
- масштаб, котрий поєднує в собі обсяг операцій на часовий інтервал позитивного спреду;
- капіталізація банку;
- вартість залучення ресурсів, яка відображає ризики банку.



Рис. 3. Рушійні чинники (драйвери) вартості банку

Ці чинники справляють величезний вплив на результативність банку і потребують установа певних цільових орієнтирів.

Що стосується ризику, то його роль у створенні банком вартості є визначальною, позаяк діяльність банку пов'язана з:

- 1) наданням фінансових послуг;
- 2) управлінням ризиком.

Отже, результативність діяльності банку і, відповідно, його вартість залежать від якості та обсягу наданих послуг і ефективності управління ризиком.

Управління ризиком виконує центральну роль у фінансовому посередництві і є, таким чином, ключовою сферою банківського бізнесу, тож розглядається як одне з найважливіших корпоративних завдань. Процеси управління ризиком, утім, є актуальними

навіть при пропонуванні банками продуктів і послуг: оскільки банки мають справу з фінансовими активами, то, за логікою, вони пов'язані з бізнесом фінансового ризику.

Також управління ризиком є необхідним і критично важливим для забезпечення в довгостроковій перспективі виживання банків. На довгострокову перспективу націлений і вартісно-орієнтований менеджмент. Як заявляють з цього приводу Т. Коупленд та інші, «вартість не буває короткостроковою, на відміну від інших показників» [15, с. 44].

Зважаючи на те, що банківський капітал виконує захисну функцію, можна помітити спільність завдань, що їх реалізовує управління капіталом та ризик-менеджмент у банку. Тож банки розглядають капітал з двох боків: з одного боку, як витрати, а тому вживають заходів з управління структурою капіталу (capital structure decisions), а з другого — як свого роду заміну для здійснення ризик-менеджменту. Тому створення вартості в банку є інтегрованим процесом, що охоплює управління структурою капіталу, капітальне бюджетування, ризик-менеджмент, як зображено на рис. 4.

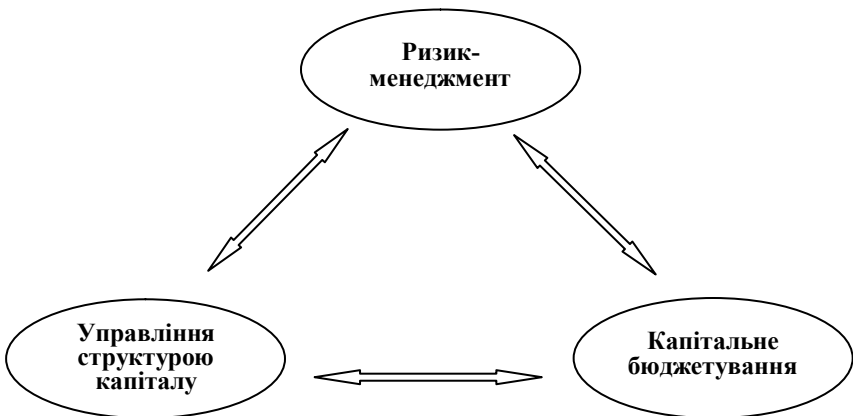


Рис. 4. Фінансові аспекти створення вартості в банку

Таким чином, сучасний вартісно-орієнтований менеджмент виступає продуктом двадцятирічної еволюції в управлінських підходах, являючи інтегровану систему управління банком. Розуміння елементів вартісно-орієнтованого менеджменту дає можливість для його більш ефективного запровадження у господарську практику і, відтак, підвищити результативність банківського менеджменту.

Література

1. Туган-Барановский М. И. Основы политической экономии / Туган-Барановский М. И. — М. : РОССПЭН, 1998. — 664 с.
2. Маршалл А. Принципы политической экономии / Маршалл А. — М. : Прогресс, 1984. — Т. II. — 352 с.
3. Keen Steve. Debunking Economics: The Naked Emperor of the Social Sciences. Why have we handed over the running of the world to economists? / Keen Steve. — Zed Books, 2002.
4. Von Mises Ludwig. The Theory of Money and Credit / Von Mises Ludwig // Translated from the German by H. E. Batson. — N.Y. : The Foundation for Economic Education, Inc., 1971. — 496 p.
5. Menger Carl. Principles of Economics. Trans. J. Dingwall and B. F. Hoselitz / Menger Carl. — Glencoe, IL : Free Press, 1950.
6. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость / Майкл Е. Портер ; пер. с англ. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 715 с.
7. Круш П. В. Оцінка бізнесу : навч. посіб. / П. В. Круш, С. В. Поліщук. — К. : Центр навч. літератури, 2004. — 264 с.
8. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance/ Rappaport A. — N. Y. : Free Press, 1986.
9. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Дамодаран Асват ; пер. с англ. — [2-е изд., исправл.]. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 1341 с.
10. Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компаний: проблема совместимости / Волков Д. Л. — Вестник Санкт-Петербургского университета. — 2004. — Вып. 3 (№ 24). — С. 3–36. — (Сер. 8.).
11. Синки Дж., мл. Управление финансами в коммерческих банках / Синки Дж., мл. ; пер. с англ. 4-го переработанного изд. ; под ред. Р.Я. Левиты, Б.С. Пинскера. — М. : Catallaxy, 1994. — 820 с.
12. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств : [монографія] / Мендрул О.Г. — К. : КНЕУ, 2002. — 272 с.
13. Уолш Кяран. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства / Уолш Кяран ; пер. з англ. — К. : Всеуито ; Наук. думка, 2001. — 367 с.
14. Stewart G. Bennett. The Quest For Value: A Guide For Senior Managers / Stewart G. Bennett. — N.Y. : Harper Business, 1991.
15. Коупленд Том. Стоимость компании: оценка и управление / Коупленд Том, Колер Тим, Мурын Джек ; пер. с англ. — М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. — 576 с.
16. Maximising Shareholder Value Achieving clarity in decision-making // Technical Report. — The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA), 2004. — 29 p.

17. Диба М. І. Рейдерство — як одна із найбільш небезпечних загроз вітчизняному бізнесу / М.І. Диба, М.І. Зубок // Вчені записки : зб. наук. праць КНЕУ. — 2007. — Вип. 9. — С. 67–75.

18. Davies J. Cost of equity capital / Davies J. // The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA). — 1999.

19. Stewart G.B. III. How to fix accounting: measure and report economic profit / Stewart G.B. III. // Journal of Applied Corporate Finance. — 2003. — Vol. 15, № 3.

20. Penman S. A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount Model / Penman S. // Review of Accounting Studies. — 1998. — № 2. — P. 303–323.

21. Мескон М. Основы менеджмента / Мескон М., Альберт М., Хедоури Ф. ; пер с англ. — М. : Дело, 2000. — 704 с.

22. Катькало В. С. Исходные концепции стратегического управления и их современная оценка / Катькало В.С. // Российский журнал менеджмента. — 2003. — № 1. — С. 7–30.

Стаття надійшла до редакції 15.05.09.

УДК 336.221

Г. М. Котіна

аспірант кафедри фінансів,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ДО ПИТАННЯ ПРО ПРОГНОЗУВАННЯ ТА ПЛАНУВАННЯ ПОДАТКОВИХ НАДХОДЖЕНЬ

В статье рассмотрены основные факторы, которые затрудняют процесс прогнозирования и планирования налоговых поступлений, определенные проблемы, которые порождают неточность и несоответствие прогнозов реальным показателям, предложены пути повышения эффективности существующей системы планирования и прогнозирования налогов.

The article considers the main factors that hinder the process of forecasting and planning of tax revenues, some problems that give rise to inaccuracy and inconsistency of projections realistic indicators suggested ways to improve the existing system of planning and forecasting taxes.

Ключові слова: планування податків, прогнозування податків, методи прогнозування і планування податкових надходжень.

Основаю формування бюджету незалежно від його місця в бюджетній системі України є прогнозна оцінка обсягів доходів, у першу чергу, податкових. Саме цей обсяг визначає розмір бездефіцитного бюджету. Відтак визначення обсягу бездефіцитного