

УДК 330.341

Серединська В.М.

*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри аудиту, ревізії та аналізу
Тернопільського національного економічного університету*

Загородна О.М.

*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри аудиту, ревізії та аналізу
Тернопільського національного економічного університету*

АНАЛІТИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНЮВАННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

ANALYTICAL INSTRUMENT FOR ASSESSING THE RESULTS OF THE ACTIVITY OF THE ENTERPRISE

АНОТАЦІЯ

Виокремлено особливості застосування фінансової моделі аналізу результатів підприємства. Акцентовано увагу на двоїстій економічній природі показника «середньозважена вартість капіталу» – витратній та дохідній. Деталізовано напрями використання показника «середньозважена вартість капіталу» для встановлення цільових значень фінансових параметрів. Запропоновано варіант оцінювання вартості власного капіталу для підприємств непублічного типу.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, економічний прибуток, середньозважена вартість капіталу, норма дохідності, ставка дисконту, вартість власного капіталу, метод кумулятивної побудови.

АННОТАЦИЯ

Выделены особенности применения финансовой модели анализа результатов предприятия. Акцентировано внимание на двойственной экономической природе показателя «средневзвешенная стоимость капитала» – расходной и доходной. Детализованы направления использования показателя «средневзвешенная стоимость капитала» для установления целевых значений финансовых параметров. Предложен вариант оценки стоимости собственного капитала для предприятий непубличного типа.

Ключевые слова: ценностно-ориентированное управление, экономическая прибыль, средневзвешенная стоимость капитала, норма доходности, ставка дисконта, стоимость собственного капитала, метод кумулятивного построения.

ANNOTATION

The article singles out the application of features of the financial model of the analysis of the enterprise's results. The author draws attention to the dual economic nature of the indicator «weighted average cost of capital» – cost and revenue. The directions of using the «average weighted value of capital» indicator for setting target values of financial parameters are detailed. The variant of estimation of cost of the equity for non-public enterprises is offered.

Keywords: cost-oriented management, economic profit, weighted average cost of capital, rate of return, discount rate, cost of equity, method of cumulative construction.

Постановка проблеми. Згідно із сучасною концепцією управління основним цільовим орієнтиром розвитку бізнесу є зростання його ринкової вартості. Саме підвищенню рівня цього показника підпорядковуються усі інші додаткові завдання економічного суб'єкта: оптимізація структури активів та джерел їх фінансування, збільшення прибутку, зростання обсягів продажу, завоювання ринку тощо. Успішна реалізація цього «надзавдання» зумовлює пере-

орієнтацію всіх зусиль менеджменту. Водночас досить значна кількість українських підприємств не вважає доречним використання вартісно-орієнтованої стратегії у своєму розвитку, аргументуючи це своїм непублічним статусом та відсутністю намірів продажу. Однак бізнес, який ведеться у межах будь-якої галузі й організаційно-правової форми господарювання, має бути успішним, а тому досить важливим є вміння застосовувати методики оцінювання вартості підприємства для визначення і підтримання його конкурентоспроможності, кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, аналізування динаміки економічного розвитку, оцінювання успішності роботи команди менеджерів. Це допоможе за необхідності укласти взаємовигідні угоди з потенційними партнерами. За цих умов значним та суттєвим для вітчизняних підприємств є удосконалення аналітичного інструментарію оцінювання результатів їхньої діяльності із застосуванням вартісно-орієнтованих показників.

Аналіз досліджень останніх досліджень і публікацій. Питання, пов'язані з використанням вартісно-орієнтованих показників з метою обґрунтування управлінських рішень та оцінювання результатів діяльності економічних суб'єктів, висвітлені у працях вітчизняних та зарубіжних науковців, зокрема В.А. Панкова, О.Є. Кузьміна, Т.В. Момот, О.Г. Мендрула, О.М. Сохацької, С.В. Валдайцева, І.В. Івашковської, Т. Коупленда, Т. Коллера, Р. Каплана, Дж. Мурріна, Д. Нортон, Н. Ольве, Дж.Б. Стюарта, С. Росса, Д.Штерна, В. Шарпа та ін. Ними розглянуто сутність концепції управління за вартістю підприємства, обґрунтовано її значення для економічного розвитку, запропоновано систему вартісно-орієнтованих показників, які дають основу для обґрунтування рішень та використовуються у прогнозуванні, моніторингу й оцінюванні досягнутого рівня вартості. Однак при всій важливості отриманих результатів, враховуючи складність окреслених проблем, вони і далі залишаються об'єктом наукових дискусій.

Виділення невіршених раніше частин загальної проблеми. Ріст вартості підприємства як показник оцінювання результатів господарювання й ефективності менеджменту викликає необхідність вкладення капіталу з максимальною віддачею, і рівень «відкритості» підприємства при цьому не враховується. Справедливим можна вважати твердження, що будь-який господарюючий суб'єкт є повноцінним учасником процесу створення вартості, і тому навіть дрібний підприємницький бізнес має враховувати правила ринку капіталів. Це зумовлює застосування у практиці аналітичної роботи вартісно-орієнтованих показників, під час визначення яких використовується показник «середньозважена вартість капіталу». Цей показник має двоїтий характер, адже відображає необхідну ставку дохідності на вкладений інвесторами капітал у подібні за рівнем ризику інвестиційні об'єкти і визначає рівень витрат на залучення власного та позиченого капіталів.

Оцінка витрат підприємства, які пов'язані з використанням позиченого капіталу, загалом є нескладною і передбачає вивчення умов кредитних договорів та інших боргових фінансових зобов'язань. Проблеми полягають саме у визначенні вартості його власного капіталу.

Метою статті є виокремлення особливостей застосування облікової та фінансової моделей аналізу результатів діяльності підприємства у практиці менеджменту та обґрунтування на цій підставі одного з можливих варіантів оцінки вартості його власного капіталу.

Виклад основного матеріалу. Сучасна управлінська практика оперує двома моделями, які використовуються для аналізу результатів діяльності підприємства: обліковою та фінансовою. Кожна з них характеризується певними принципами, на підставі яких формуються стратегічні напрями розвитку, обґрунтовуються управлінські рішення, оцінюється робота управлінської команди. Вивчення літературних джерел [1; 3] дало змогу виокремити принципові відмінності цих моделей.

Облікова модель оцінки враховує дані бухгалтерського обліку та фінансової звітності, оперує фактично здійсненими операціями, виключає з розгляду альтернативні можливості і практично не враховує варіанти розвитку. Зрозуміло, що витратами підприємства аналізованого періоду у межах такого бачення визнаються тільки понесені витрати. Обмеженість цієї моделі полягає у тому, що принцип «фактично проведених операцій і фактичних понесених витрат» є домінуючим не тільки під час отримання та опрацювання даних, але і у подальшій оцінці результатів підприємства і прийнятті управлінських рішень. Слабкість облікової моделі з позицій завдань управління вбачаємо у тому, що у ній не передбачена оцінка додаткових альтернативних можливостей.

Успішний результат діяльності підприємства відповідно до логіки облікової моделі є

ситуацією, у якій зароблений дохід покриває понесені фактичні (явні) витрати. Він не відображає можливостей створення економічного прибутку, не враховує різні варіанти інвестування капіталу з певним ризиком та відповідним йому економічним ефектом, не бере до уваги втрачений інвестиційний дохід. А оцінка діяльності підприємства з позицій економічного прибутку вимагає вивчення ризику інвестицій, пошуку схожих за ризиком альтернатив, аналізу їх ефективності і, отже, кардинальної переоцінки отриманих результатів.

Друге істотне обмеження облікової моделі як аналітичної основи для оцінювання результатів і обґрунтування стратегії розвитку полягає у тому, що вона не орієнтує на оцінку невизначеності очікуваного результату, з якою має справу інвестор чи власник. Використання даних звітності не дає змоги одержати ставку дохідності капіталу, яка показувала б альтернативні можливості для них, оскільки досліджувані альтернативи повинні мати схожий рівень ризику. Застосування облікової моделі не дає змоги оцінити достатність отриманого прибутку для покриття інвестиційного ризику, його відповідність запитам інвестора чи власника. Звідси слідує, що під час обґрунтування фінансових рішень, а головне – стратегічних рішень, неможливо оперувати показниками рентабельності, розрахованими за даними фінансової звітності. Основним результативним показником в обліковій моделі оцінки визнається прибуток. Однак прибуток не є платіжним засобом, ним не можна оплатити використані ресурси, виконати свої фінансові зобов'язання перед працівниками, кредиторами тощо. Під час обґрунтування управлінських рішень важлива оцінка ліквідності, тобто здатності активів та результатів діяльності перетворюватися у найбільш зручну форму – грошові потоки, а сучасна фінансова модель оперує показниками потоків вільних грошових коштів (free cash flows, FCF). Грошові потоки називаються вільними, бо визначаються шляхом віднімання від доходів підприємства не тільки потрібних витрат, але й інвестицій в оборотні й основні засоби, які необхідні для підтримки стійкого функціонування і розвитку бізнесу. Тому такий грошовий потік можна вільно розподіляти між власниками шляхом виплати дивідендів або реінвестування у бізнес.

Облікова модель оцінки підприємства спрямована на номінальну інтерпретацію результату, не ставить під сумнів майбутній результат, виключає його інвестиційний складник.

Особливість фінансової моделі полягає у застосуванні економічного прибутку для оцінювання результатів діяльності та обґрунтування рішень. Цей підсумковий показник дає змогу кількісно оцінити достатність сформованих грошових потоків для забезпечення нормального рівня прибутковості підприємства. З позиції інвестора чи власника «нормальна» ставка

показує величину прибутковості вкладень, нижче якої у нього пропадає стимул і мотив продовжувати вкладати капітал у це підприємство. Для менеджерів «нормальною» є ставка, яка враховує витрати, пов'язані із залученням капіталу для фінансування діяльності.

Для визначення такої ставки необхідно оцінити вартість усього інвестованого капіталу, проаналізувавши ситуацію, яка існує на ринку капіталів. Таким чином, основними вимогами фінансової моделі є розуміння власниками того, що власний капітал є платним засобом і його вартість визначається їхніми інтересами. Бізнес повинен забезпечити своїм власникам норму дохідності, що дорівнює хоча б мінімальному рівню від інвестування у подібні за ризиком активи. Менша дохідність спонукатиме власників вкладати капітал в альтернативні активи, бо ціна втрачених можливостей є більшою від фактичного доходу.

Під час використання облікової моделі менеджери застосовують показник прибутку для формування тактичних і стратегічних рішень, він слугує кількісною характеристикою, яка відображає мету розвитку підприємства загалом і його підрозділів. Однак обліковий прибуток навряд чи можна використати для оцінки ефективності господарювання. Облікова модель управління не враховує вартість власного капіталу і тим самим завищує ефективність його використання та дезінформує власників. Під час розрахунку облікового прибутку доходи зменшують на фінансові витрати, які пов'язані із залученням позиченого капіталу, проте у ньому не враховують витрати, які пов'язані із залученням власного капіталу. За таких умов формування стратегії розвитку без урахування ризику і вимог інвесторів щодо прибутковості не може задовольняти насамперед самого власника господарюючого суб'єкта. Систему управління власними і підконтрольними йому активами без урахування ризиків і відповідної їм величини доходів, які повинна заробляти для нього команда менеджерів, не можна вважати прийнятною для сучасних ринкових умов, адже вона не відповідає ні завданням фінансового менеджменту, ні завданням стратегічного управління. У зв'язку з цим, згідно з фінансовою моделлю оцінки, яка починає домінувати у практиці менеджменту, результативним показником діяльності підприємства є ріст обсягу капіталу, інвестованого власниками, а значить, ріст вартості бізнесу. «Фінансовий» стандарт мислення вимагає від команди менеджерів урахування всіх джерел фінансування активів, які дали змогу отримати дохід. Це означає, що під час визначення прибутку необхідно враховувати витрати, пов'язані із залученням усього авансованого капіталу. Видатний зарубіжний економіст Пітер Друкер писав: «До тієї пори, доки компанія не почне заробляти прибуток, який більший за вартість капіталу, вона буде працювати у збиток» [10].

Отже, відповідно до фінансової моделі вирішальним показником, який використовується для оцінювання результатів діяльності підприємства, є не обліковий прибуток, розрахований відніманням від доходу понесених фактичних витрат, а показники, під час визначення яких враховуються витрати, пов'язані із залученням як позиченого, так і власного капіталів. Серед них – «залишковий дохід» (RI – Residual Income), економічна додана вартість (EVA – Economic Value Added); ринкова додана вартість (MVA – Market value added); додана вартість акціонерного капіталу (SVA – Shareholder Value Added); грошова додана вартість (CVA – Cash Value Added), показник прибутковості інвестицій на основі потоку грошових коштів (CFROI – Cash Flow Return on Investment), загальна акціонерна віддача (TSR – Total Shareholder Return) [7]. Орієнтація менеджменту підприємства на перераховані показники веде до зростання ринкової вартості його бізнесу.

Оцінювання діяльності підприємств з використанням вартісно-орієнтованих показників активно пропагується на ринку послуг такими відомими консалтинговими агентствами зі світовим іменем, як Boston Consulting Group, LEK/Arlca's, Stern Stewart & Company, HOLT Value Associates та ін. Розрахунок перерахованих показників передбачає визначення середньозваженої вартості авансованого капіталу, тобто витрат, пов'язаних із його залученням.

Оскільки усі напрями діяльності підприємства, усі його економічні ресурси беруть участь у створенні і рості вартості підприємства, то середньозважена вартість капіталу є основою для визначення цільових значень фінансових показників (чистої теперішньої вартості – NPV; внутрішньої норми дохідності – IRR; рентабельності інвестованого капіталу – ROIC) з метою обґрунтування доцільності та оцінювання ефективності управлінських рішень (рис. 1).

Як уже зазначалося, оцінка витрат, пов'язаних із залученням позиченого капіталу, передбачає вивчення умов кредитних договорів та інших боргових фінансових зобов'язань підприємства. Ці витрати відображають суму нарахованих відсотків, які потрібно сплатити за залучення певного обсягу позиченого капіталу. Важливою передумовою достовірного визначення середньозваженої вартості авансованого капіталу є розроблення методики оцінювання вартості власного капіталу.

У світовій практиці найбільш поширеними для визначення вартості власного капіталу є дві моделі. Одна – модель оцінювання капіталів (МОКА або Capital Asset Pricing – CAPM), яку запропонував у 1964 році Нобелівський лауреат з економіки В. Шарп, друга – модель арбітражного ціноутворення (Arbitrage pricing theory – АРТ), яку у 1976 році сформулював знаний вчений-економіст С. Росс. Характеристика цих моделей подана у [2].

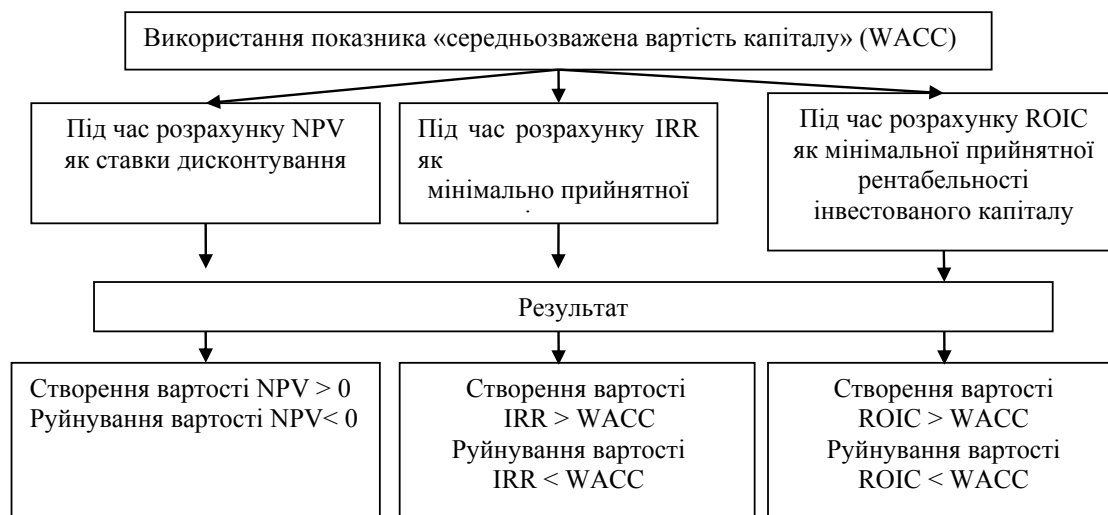


Рис. 1. Напрями використання показника «середньозважена вартість капіталу» для встановлення цільових значень фінансових показників

Застосування перерахованих моделей оцінки потребує отримання та опрацювання даних фондового ринку, а тому непридатне для використання підприємствами неопублічного типу. Треба відзначити проблематичність застосування вказаних моделей і вітчизняними акціонерними товариствами. Проблеми виникають під час визначення різних параметрів моделей: ринкової премії за ризик, середньоринкової ставки дохідності, рівня ризику.

Л.Б. Долінський зазначає, що для коректного використання вказаних моделей потрібно сформувати велику статистичну вибірку ринкової вартості (або дохідності) цінних паперів, що вільно обертаються на фондовому ринку [2]. Однак отримати таку вибірку можна лише за умови функціонування активного, розвиненого та високоліквідного фондового ринку. На сучасному етапі вітчизняний фондовий ринок тільки починає формуватися, а тому його тенденції розвитку є неоднорідними, а існування високої політичної нестабільності посилює його невизначеність ще більше. Це викликає серйозну нестачу інформації, адже необхідно зібрати та оцінити велику кількість даних, що практично неможливо зробити без використання потужних інформаційних систем. В такій ситуації провідні вітчизняні експерти-оцінювачі [5] пропонують застосовувати метод кумулятивної побудови як найбільш прийнятний для розрахунку вартості власного капіталу. Згідно з цим методом вартість власного капіталу встановлюється на рівні ринкової дохідності майже безризикового активу та сукупної ринкової премії за ризик, пов'язаний з інвестуванням у цей об'єкт. Остання визначається на основі експертних оцінок. Визначена таким чином вартість власного капіталу відображає необхідну дохідність інвестованого капіталу його власниками.

Державні фінансові облігації досить часто вважають безризиковими активами, яким при-

таманий мінімальний рівень ризику. Однак, як показала практика, ринок державних облігацій може бути досить волатильним. Тому наступним пріоритетом для визначення безризикового активу є депозитні вклади юридичних осіб у вільно конвертованій валюті у найбільш надійних комерційних банках України, які володіють іноземним капіталом та мають достатньо розгалужену мережу філій.

Високий рівень конкуренції, велике число банкрутств у галузі, значний спад ділової активності, відсталість технології, низький рівень управління тощо викликають сумніви щодо можливості підприємства залишатися діючим і зумовлюють ріст премії за ризик. Через це експертна оцінка ринкової премії за ризик, пов'язаний з інвестуванням у конкретний об'єкт (індивідуальний ризик) повинна врахувати характерні для нього надбавки, які визначаються певними факторами. Такими фактори є: склад управлінської команди, якість менеджменту; розмір підприємства; структура джерел фінансування; товарна, територіальна та клієнтурна диверсифікації; інші чинники [9]. Їх пропонують оцінювати з використанням методу нормативних значень за шкалою, яка має шість рівнів градацій, яким відповідає діапазон розміру премії від 0 до 5%. Присвоєна оцінка, яка ґрунтується на експертних судженнях, відображає певний рівень ризику: майже відсутній – надбавка 0%; дуже низький – надбавка 1%; низький – надбавка 2%; середній – надбавка 3%; високий – надбавка 4%; дуже високий – надбавка 5%. Під час використання цього методу труднощі полягають у визначенні критеріїв поділу ризику за групами факторів. Спробуємо спростити використання методу нормативних значень, встановивши критерії, шкали поділу, і тим самим деталізувати можливі надбавки за індивідуальний ризик, взявши за основу перераховані вище фактори.

Беручи до уваги те, що управлінська праця має розумово-інформаційний характер, безпосередньо не формує матеріальні блага, однак є продуктивною, всебічно впливає на результати господарювання, її ефективність можна оцінити, проаналізувавши динаміку фінансових показників, провівши їх зіставлення з динамікою адміністративних витрат. Крім цього, досить важливим є врахування компетентності, кваліфікованості, авторитетності, стажу роботи, професійного досвіду, зв'язків у діловому світі команди топ-менеджерів, використання ними науково-обґрунтованих методів управління. Підвищує індивідуальний ризик наявність однієї «ключової фігури» – лідера, який впливає на прийняття рішення, нестабільність організаційної структури, частота змін у складі керівництва. Враховуючи складність кількісної оцінки цих факторів, важливою передумовою їх вимірювання є словесна (вербальна) аргументація.

Розмір підприємства (велике, середнє, мале) визначає форму ринкової позиції: монополю чи конкурентну. Зрозуміло, що для підприємства, яке займає монопольне становище на ринку через наявність постійного попиту на продукцію і відсутність конкуренції, надбавка за ризик майже відсутня. А індивідуальну надбавку за ризик за рахунок конкурентної позиції та територіальної диверсифікації підприємства пропонуємо визначати за допомогою експертного оцінювання як середньозважену величину з використанням таких критеріїв і шкали поділу:

– конкурентна позиція на національному ринку (територіальна диверсифікація): загальнонаціональний рівень (понад 20 областей) – надбавка становить 0%; міжрегіональний рівень (понад 15 областей) – 1%; міжрегіональний рівень (6–15 областей) – 2%; регіональний рівень (2–5 областей) – 3%; місцевий рівень (1 область) – 4%; місцевий рівень (1 район) – 5%;

– наявність провідних ринкових позицій: національний лідер (частка ринку >25%) – надбавка становить 0%; міжрегіональний лідер (частка ринку > 20%) – 1%; міжрегіональний лідер (частка ринку >15%) – 2%; регіональний лідер (частка ринку 5–10%) – 3%; місцевий лідер (частка ринку < 5%) – 4%; не є лідером (частка ринку 0,5%) – 5%;

– конкурентна позиція на міжнародному ринку (територіальна диверсифікація): понад 20 країн – надбавка становить 0%; понад 15 країн – 1%; 6–15 країн – 2%; 2–5 країн – 3%; 1 країна – 4%; 0 країн – 5%;

– кількість країн, у яких підприємство має помітні ринкової позиції (понад 5%): понад 20 країн – надбавка становить 0%; понад 15 країн – 1%; 6–15 країн – 2%; 2–5 країн – 3%; 1 країна – 4%; 0 країн – 5%;

– наявність зареєстрованої торгової марки, товарного знаку: наявність – надбавка становить 0%; відсутність – 5%.

Індивідуальний ризик буде зростати за погіршення фінансової стійкості підприємства, адже унеможливує своєчасне виконання фінансових зобов'язань, обмежує доступ до кредитних ресурсів, що об'єктивно веде до зростання обсягу і вартості власного капіталу. Для встановлення діапазону індивідуального ризику за структурою джерел фінансування можна застосувати методику дискримінантного аналізу. Його сутність полягає у тому, що на підставі застосування емпіричних і теоретичних методів дослідження будуватиметься функція, розраховується інтегральний показник, кількісне значення якого дає змогу з певною ймовірністю оцінити фінансовий стан підприємства.

Результати досліджень, проведених науковцями [8], дають змогу дійти висновку про високу ефективність дискримінантного аналізу для оцінки і прогнозування фінансового стану підприємства. Варто зазначити, що загальновідомі моделі прогнозування можливого банкрутства [(Альтмана – 1968 р., 1983 р. США); (Конана і Гольдера – 1975 р., Франція); Таффлера, Тішоу – 1977 р., Великобританія); (Краузе – 1993 р., Німеччина) та ін.] ґрунтуються саме на методиці дискримінантного аналізу.

Менеджмент вітчизняних підприємств не використовує багатофакторний дискримінантний аналіз, адже сформувані власні дискримінантні функції практично неможливо через відсутність необхідної інформаційної бази. Пропонуємо деталізувати індивідуальний ризик за структурою джерел фінансування, взявши за основу дискримінантну модель оцінювання фінансового стану вітчизняних підприємств, яку запропоновано у [6] Міністерством фінансів України.

Фінансові індикатори дискримінантної моделі є показниками фінансового стану, які розраховують на підставі даних фінансової звітності підприємства. Їх економічна інтерпретація та алгоритм розрахунку подано у [6]. Варто зазначити, що параметри дискримінантної функції та значення вільного члена визначають емпіричним шляхом, тому вибір моделі та комбінація її фінансових індикаторів залежать від виду діяльності, розміру підприємства (великі, середні, малі) і мають постійно уточнюватися.

Для прикладу, дискримінантна модель для розрахунку інтегрального показника фінансового стану великих та середніх підприємств із виробництва харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів (секція С – розділи 10–12) має такий вигляд [6]:

$$Z=0,035 \times K_1 + 0,04 \times K_2 + 2,7 \times K_3 + 0,1 \times K_4 + 1,1 \times K_7 + 1,2 \times K_8 + 0,05 \times K_9 - 0,8,$$

де Z – інтегральний показник фінансового стану підприємства;

K_1 , – коефіцієнт покриття, який розраховується як відношення оборотних активів до поточних зобов'язань (ф.1 р.1195 гр.4/ ф.1 р.1695 гр.4);

K_2 , – проміжний коефіцієнт покриття як відношення монетарних оборотних активів до поточних зобов'язань (ф.1 [р.1125+1130+1135+1155+1160+1165 гр.4]/ ф.1 р.1695 гр.4);

K_3 – коефіцієнт фінансової незалежності як відношення власного капіталу до валюти балансу (ф.1 р.1495 гр.4/ ф.1 р.1900 гр.4);

K_6 – коефіцієнт рентабельності продажів за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ) як відношення фінансового результату від операційної діяльності до чистого доходу від реалізації (ф.2 [р.2190 або 2195 гр.3] / ф.2 р.2000 гр.3);

K_7 – коефіцієнт рентабельності операційної діяльності за ЕВІТДА як відношення ЕВІТДА до суми чистого доходу від реалізації та інших операційних доходів (ф.2 [р.2190 або 2195+2515 гр.3/ ф.2 р.2000 +2120 гр.3);

K_8 – коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком як відношення чистого фінансового результату до валюти балансу (ф.2 [р.2350 або 2355 гр.3]/ф.1 [р.1300 (гр.3+гр.4):2];

K_9 – коефіцієнт оборотності оборотних активів як відношення чистого доходу від реалізації до операційних оборотних активів (ф.2 р. 2000 гр.3/ ф.1 [р.1195 – 1160 – 1165 (гр.3+гр.4)] :2);

0,035; 0,04; 2,7; 0,1; 1,1;1,2;0,05 – параметри дискримінантної моделі, що визначаються з урахуванням вагомості впливу фінансових коефіцієнтів на інтегральний показник фінансового стану;

0,8 – вільний член дискримінантної функції.

Кількісне значення інтегрального показника фінансового стану, яке диференціюється за класами, дає змогу виміряти надбавку за ризик, яка зумовлена структурою джерел фінансування. З цією метою можна використати запропоновану у [6] емпірично побудовану шкалу, яку ми доповнили одним градаційним рівнем:

– клас 1 – високий рівень фінансової стійкості та найменша ймовірність банкрутства – надбавка до ринкової премії за ризик становить 0%;

– клас 2 – високий рівень фінансової стійкості з негативною динамікою – 1%;

– клас 3 – достатній рівень фінансової стійкості та незначна ймовірність банкрутства – 2%;

– клас 4 – середній рівень фінансової стійкості – 3%.

– клас 5 – нестабільний фінансовий стан, наявність ознак неплатоспроможності – 4%;

– клас 6 – незадовільний фінансовий стан, можливість банкрутства – 5%.

У вищевказаному документі акцентується увага на необхідності уточнення дискримінантних моделей з метою врахування змін у складі фінансової звітності та показниках фінансово-господарської діяльності підприємств для забезпечення достовірного оцінювання їх фінансового стану.

Серед факторів, які впливають на індивідуальний ризик, є товарна диверсифікація. Підприємство визнається недиверсифікованим

(моноварним), якщо виготовляє неширокий асортимент продукції; існує великий розмах варіації в обсязі та частці доходу від реалізації окремих асортиментних груп; зниження попиту на певну асортиментну чи номенклатурну групу веде до зниження попиту і на всі інші асортиментні чи номенклатурні групи; продукція, що пропонує підприємство, має характер напівфабрикатів, використовується як компонент іншої продукції. Ці обставини підвищують рівень вразливості підприємства до тимчасових труднощів та посилюються залежністю від певної технології виробництва і сфери бізнесу. У протилежному разі підприємство можна вважати диверсифікованим або політоварним.

Надбавку за ризик за рахунок товарної диверсифікації підприємства пропонуємо визначати за допомогою експертного оцінювання як середньозважену величину з використанням таких критеріїв і шкали поділу:

– кількість номенклатурних груп: понад 20 – надбавка становить 0%; понад 15 – 1%; понад 10 – 2%; понад 5 – 3%; понад 2 – 4%; до 2 – 5%;

– розмах варіації в отриманні доходу від окремих асортиментних груп: незначний (1–5%) – надбавка становить 0%; незначний (до 10%) – 1%; несуттєвий (до 15%) – 2%; значний (до 30%) – 3%; суттєвий (до 50%) – 4%; дуже суттєвий (більше 50%) – 5%;

– характер кінцевої продукції: готова продукція – надбавка становить 0%; напівфабрикат, складник іншої продукції – 5%.

Важливим фактором, що визначає індивідуальний ризик, є структура клієнтської і ресурсної бази, її диверсифікація. Чим ширша мережа споживачів, чим більше постійних клієнтів, чим меншу частку виручки можна зіставити з певним споживачем, тим меншим є ризик інвестування у це підприємство.

Надбавку за ризик за рахунок структури клієнтської і ресурсної бази підприємства пропонуємо визначати за допомогою експертного оцінювання як середньозважену величину з використанням таких критеріїв і шкали поділу:

1. Рівень диверсифікації клієнтури (кількість каналів збуту): понад 20 – надбавка становить 0%; понад 15 – 1%; понад 10 – 2%; від 6 до 15 – 3%; від 2 – 5%; 1 – 5%.

2. Частка виручки, що припадає на один канал збуту: до 5% – надбавка становить 0%; до 10% – 1%; до 15% – 2%; до 30% – 3%; до 50% – 5%; понад 50% – 5%.

3. Середній відсоток імпортованих матеріальних ресурсів: 0% – надбавка становить 0%; до 10% – 1%; до 35% – 2%; до 50% – 3%; до 70% – 5%; до 100% – 5%.

4. Рівень залежності від постачальників:

– майже відсутня залежність, яка відображає високий рівень диверсифікованості постачальників: постачання певних видів сировини і матеріалів здійснюється багатьма економічними суб'єктами, відносини з якими форму-

ються на підставі довгострокових угод та вважаються надійними – надбавка становить 0%;

– дуже низький рівень залежності – постачання певних видів сировини і матеріалів здійснюють два економічні суб'єкти, відносини з якими формуються на підставі довгострокових угод та вважаються надійними – 1%;

– низький рівень залежності – постачання певних видів сировини і матеріалів здійснює один економічний суб'єкт, якого за потреби можна замінити, не завдаючи шкоди виробничій діяльності підприємства; відносини з такими суб'єктами формуються на підставі довгострокових угод та вважаються надійними – 2%;

– середній рівень залежності – перелік постачальників не можна вважати диверсифікованим, існують приклади постачання певних видів сировини і матеріалів лише одним постачальником, якого неможливо замінити, не завдавши шкоди виробничій діяльності підприємства; відносини з таким постачальником формуються на підставі довгострокової угоди та вважаються надійними – 3%;

– високий рівень залежності – перелік постачальників не є диверсифікованим, постачання певних видів сировини і матеріалів здійснює один постачальник, якого не можна замінити, не завдавши шкоди виробничій діяльності підприємства; відносини з таким постачальником формуються на підставі короткострокової угоди, перспектива їх надійності невизначена – 4%;

– дуже висока залежність – перелік постачальників не можна вважати диверсифікованим, важливі для підприємства сировина і матеріали надходять від одного постачальника, можливість його заміни виключається; відносини з ним є нестабільними та ненадійними – 5%.

Інші ризики визначаються характером та проблемами відносин із кредитними, фіскальними органами, органами місцевого самоврядування; можливими судовими розглядами як за позовами підприємства, так і проти нього; негативними діями підприємств-конкурентів; наявними або потенційно можливими нормативно-правовими актами, що обмежують можливості ведення бізнесу. Для їх обґрунтованої оцінки і виміру необхідна словесна (вербальна) аргументація.

Вищевикладене свідчить про те, що оцінка результатів діяльності економічних суб'єктів і прийняття виважених управлінських рішень за допомогою фінансової моделі є доволі складною справою. Проте її застосування забезпечить підприємствам стабільне функціонування і розвиток.

Висновки. Об'єктивні економічні тенденції, що стосуються глобалізації економіки, заострення конкуренції на товарних та фінансових ринках, зумовлюють потребу у реформуванні підходів і пошуку сучасних ефективних систем управління бізнесом. Зарубіжною практикою доведено, що одним із таких підходів до управління є його вартісно-орієнтована спрямованість,

яка вимагає застосування фінансової моделі оцінювання результатів діяльності економічних суб'єктів. Порівняння її із обліковою дає підстави виокремити основні відмінності, що мають принципове значення: врахування можливостей створення економічного прибутку, врахування різних варіантів інвестування капіталу з певним рівнем ризику, орієнтація на аналіз проблем невизначеності прогностичного результату з якими зіштовхується інвестор, зіставлення облікового прибутку підприємства з величиною інвестиційного ризику його отримання.

Використання фінансової моделі оцінювання результатів функціонування економічних суб'єктів передбачає розрахунок таких невластивих для національного менеджменту показників, як залишковий дохід, економічна додана вартість, ринкова додана вартість, додана вартість акціонерного капіталу, грошова додана вартість, прибутковість інвестицій на підставі потоку грошових коштів, загальна акціонерна віддача. Їх розрахунок зумовлює необхідність оцінювання такого показника, як «середньозважена вартість інвестованого капіталу». Визначення вартості позиченого капіталу базується на вивченні умов кредитних договорів та інших боргових фінансових зобов'язань. Оцінка вартості власного капіталу є досить складною технологією та потребує врахування сучасних вітчизняних реалій. З метою об'єктивного визначення вартості власних джерел фінансування у межах застосованого методу кумулятивної побудови запропоновано порядок оцінювання ринкової премії за індивідуальний ризик за таким переліком факторів, як склад управлінської команди, якість менеджменту; розмір підприємства; структура джерел фінансових ресурсів; товарна, територіальна і клієнтурна диверсифікація; інші фактори. Встановлено критерії та шкали поділу індивідуального ризику згідно з перерахованими групами факторів. Безризиковим активом запропоновано вважати депозити юридичних осіб, які розміщені у вільно конвертованій валюті у найбільш надійних комерційних банках України з іноземним капіталом.

Використання фінансової моделі оцінювання результатів підприємства вимагає відповідних засобів отримання та опрацювання даних; вибору системи показників, орієнтованих на ріст вартості, й організації роботи з ними; формування систем контролю тощо. Це і є основними напрямками успішного використання фінансової моделі, за якими має здійснюватися розроблення методики оцінювання результатів діяльності підприємств національної економіки.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. 1008 с.
2. Долінський Л.Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів: навч. посібник / Л.Б. Долінський. К.: Майстер-клас, 2005. 192 с.

3. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании : вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 4. С. 113–132. : http://ecsocman.hse.ru/data/929/667/1216/4_113_132.pdf (14.06.2016). – Название с экрана.
4. Лебедь Н.П. Практическое пособие по экспертной оценке предприятий / Н.П. Лебедь, А.Г. Мендрул. К.: ФГИ Украины, «Легис-Эксперт», «Эксперт – Л», 1996. – 280 с.
5. Посібник з оцінки бізнесу в Україні / В.М. Пазірук, А.Б. Огаджанян, Л.М. Сімонова [та ін.] ; за ред. Я.І. Маркуса. К.: Міленіум, 2004. 348 с.
6. Про внесення змін до Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій. Наказ Міністерства фінансів України від 20.07.2012 за N 859 // Законодавство України: [сайт] / Верховна Рада України.: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1632-12> (дата звернення : 06.06.2016). Назва з екрану.
7. Серединська І.В. Особливості інтегрування систем вартісно-орієнтованого управління підприємствами : монографія / І.В. Серединська, В.М. Серединська; за заг. ред. Н.Б. Кирич. Тернопіль, ФОП Паляниця В.А., 2015. 354 с.
8. Терещенко О.О. Антикризове фінансове управління на підприємстві : монографія / О.О. Терещенко. К.: КНЕУ, 2004. 268 с.
9. Черемных О.С. Стратегический корпоративный реинжиниринг процессно-стоимостной подход к управлению бизнесом : учеб. пособие / О.С. Черемных, С.В. Черемных. – М.: Финансы и статистика, 2005. 736 с.
10. Drucker P.F. The Information Executives Truly Need / P.F. Drucker // The Harvard Business Review. 1995. Vol. 1. P. 46–79.