

УДК 338.268

Методичний підхід до оцінювання економічної стійкості підприємства

Пономаренко Т.В.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки та менеджменту
Міжнародного науково-технічного університету
імені академіка Юрія Бугая

Статтю присвячено дослідженню методичних підходів до оцінювання економічної стійкості підприємства. Сучасна методична основа наукових підходів до оцінювання економічної стійкості підприємств базується на поєднанні принципів та стилів аналізу бухгалтерської та вартісної аналітичних моделей. Цілком підтримуючи таку наукову позицію, суть якої полягає не у протиставленні, а логічному поєднанні двох аналітичних концепцій, сформовано методичний підхід до ідентифікації станів та рівнів економічної стійкості/нестійкості підприємства, основна ідея якого полягає не у строго математичній формалізації оціночних процедур, а у формуванні стратегічної логіки процесу аналізу та прийняття відповідного рішення з урахуванням специфічних особливостей досліджуваної вибірки та потреб бізнес-аналізу.

Ключові слова: методичний підхід, економічна стійкість, потенціал, бізнес-аналіз, стратегічна логіка, аналітична модель.

Пономаренко Т.В. МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТОЙКОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Статья посвящена исследованию методических подходов к оценке экономической стойкости предприятия. Современная методическая основа научных подходов к оценке экономической стойкости предприятий основывается на соединении принципов и стилей бухгалтерской и стоимостной аналитических моделей. Полностью поддерживая такую научную позицию, суть которой состоит не в противостоянии, а в логическом слиянии двух аналитических концепций, сформирован методический подход к идентификации состояний и уровней экономической стойкости/нестойкости предприятия, основная идея которого состоит не в строго математической формализации оценочных процедур, а в формировании стратегической логики процесса анализа и принятия ответственного решения с учетом специфических особенностей исследуемого выбора и нужд бизнес-анализа.

Ключевые слова: методический подход, экономическая стойкость, потенциал, бизнес-анализ, стратегическая логика, аналитическая модель.

Ponomarenko T.V. METHODOICAL APPROACH TO THE EVALUATION ECONOMIC SUSTAINABILITY OF THE ENTERPRISE

The article devoted to research methodical approaches to the evaluation of economic sustainability of the enterprise. Modern methodical basis of scientific approaches to the evaluation of economic sustainability of the enterprises based on a combination of principles and styles analysis accounting and valuation analytical models. It is keeping this scientific position, the essence of which is not in opposition, but in logical combination of two analytical concepts, formed a methodical approach to identifying conditions and levels of economic stability / instability of the enterprise, the basic idea of which is not strictly mathematical formalization of the evaluation procedures but in forming strategic logic of analysis and decision by taking into account the specific characteristics of the study sample and the needs of business analysis.

Keywords: methodical approach, economic sustainability, potential, business-analysis, strategic logic, analytical model.

Постановка проблеми у загальному вигляді. У сучасних економічних дослідженнях представлено велику кількість методичних підходів до оцінювання економічної стійкості, однак єдиної точки зору щодо набору показників, які її визначають, так і не сформовано. Фундаментальною основою всіх наукових підходів до кількісного вимірювання економічної стійкості виступають фінансові індикатори діяльності підпри-

ємств та співвідношення, що розраховані на їх основі, які зазвичай визначаються на основі облікової аналітичної моделі. Низка сучасних теоретичних досліджень щодо оцінювання економічної стійкості постулює доцільність використання сучасного інструментарію вартісного менеджменту, в яких наводяться приклади використання абсолютних значень показників, однак змістовна інтерпретація реалізації VBM-моделей із

позицій ідентифікації стану економічної стійкості відсутня.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Наукові публікації А. Раппорта, Г. Арнольда, Ю. Бріггема, А. Дамодарана, Т. Коупленда, Т. Колера, Дж. Муріна, А. Долгоффа, К. Кастера, А. Брейлі, С. Майерса, К. Уолша, С. Росса, І. Івашковської, Є. Кочеткова, М. Кудіної, Г. Хотинської, Ю. Козиря, С. Валдайцева, І. Єгерєва, С. Мордашова, Л. Фролової, О. Лісниченко, Н. Шевчук присвячено методиці забезпечення економічної стійкості підприємств.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Цікаво було б узагальнити результати імплементації досліджень методологічного підходу до оцінювання стану та рівня економічної стійкості/нестійкості та сформулювати методичний підхід до ідентифікації станів та рівнів економічної стійкості/нестійкості підприємства, основна ідея якого полягає не у строго математичній формалізації оціночних процедур, а у формуванні стратегічної логіки процесу аналізу та прийняття відповідного рішення з урахуванням специфічних особливостей досліджуваної вибірки та потреб бізнес-аналізу.

Виклад основного матеріалу дослідження. Однією з іманентних властивостей стійкості підприємства є здатність зберігати параметри, що відображають нормальний (здоровий) стан функціонування бізнесу в межах балансування норм у разі порушення умов діяльності. З погляду сучасних теорій ефективності (результативності, продуктивності) підприємства та корпоративних фінансів «фінансове здоров'я» визначається на основі здатності компанії управляти грошовими коштами (генерувати їх, залучати із зовнішніх ринків та розподіляти за центрами відповідності, розраховуватися з власниками капіталу) [1]. Традиційні оцінки на основі облікової аналітичної моделі розширюються певними інноваціями в сучасній бізнес-аналітиці, які полягають у: доповненні традиційної системи фінансових показників сукупністю нефінансових індикаторів; розширенні спектру аналітичних показників від традиційно облікових до фінансових, таких як прибуток, до виплати процентів і податків (EBIT, Earnings before interest and tax); прибуток до виплати процентів, податків і нарахування амортизації (EBITDA, earnings before interest, tax, depreciation and amortization); чистий грошовий потік від операційної діяльності (FOCF, free operating cash flow); чистий грошовий потік компанії (FCFF, free cash flow to the firm);

побудові системи фінансової аналітики на базі індикаторів, що логічно пов'язані із формуванням вартості бізнесу.

Дослідження концептуального базису сучасної теорії фінансово-економічного оцінювання суб'єктів господарювання дають змогу говорити про те, що науковці та бізнес-аналітики провідних консалтингових компаній у рамках вартісної аналітичної моделі «фінансове здоров'я» компанії діагностують, як правило, за трьома змістовними напрямками (проекціями):

- проекцією поточної економічної ефективності діяльності, яка в традиційній (обліковій) аналітичній моделі інтерпретувалася як «проекція прибутковості (доходності)», оскільки в основу переважної більшості метрик закладено показники прибутку. У даній проекції оцінюється рівень ефективності використання ресурсів, тобто відбувається співставлення витрат на ресурси з вигодами від їх використання;

- проекцією ліквідності (або життєздатності), яка пов'язана з аналізом здатності підприємства до генерування грошових потоків та можливості задовольняти вимоги за зобов'язаннями перед інвесторами, кредиторами та власниками власного капіталу;

- проекцією збалансованості зростання бізнесу, яка включає оцінку капіталу та діагностує доцільність нарощення діяльності.

Щодо проекції ефективності, то у вартісній аналітичній моделі її змістовне наповнення відбувається відповідно до логіки оцінювання ефективності на основі проекцій облікової моделі, які включають такі основні аспекти, як: рівень фінансової залежності/незалежності від зовнішніх інвесторів і кредиторів; забезпеченість запасів власними оборотними коштами, рівень ліквідності та платоспроможності з погляду забезпечення своєчасного задоволення вимог кредиторів; рівень оптимальності структури капіталу; сукупність показників ділової активності, інвестиційної привабливості тощо.

Основою формування проекції ліквідності бізнесу в рамках застосування вартісної аналітичної моделі є потік вільних грошових коштів (FCFE, free cash flow to equity). Даний аспект є однією з ключових фінансових інновацій сучасної бізнес-аналітики. Логіка формування FCFE (формула 1) визначає потоки грошових коштів, які залишаються після відображення інвестованого капіталу, що необхідний для реалізації стратегії та виплат кредиторам, тобто характеризує фінансову здатність покри-

вати інвестиційні та поточні потреби у фінансуванні господарської діяльності, а також рівень кредитоспроможності підприємства.

$$FCFE = NI + Der - \Delta NWC - Ass_{long} + \Delta ND, \quad (1)$$

де *Der* (Depreciation) – витрати на амортизацію; ΔNWC (Net Working Capital) – зміни величини чистого оборотного капіталу; Ass_{long} – вкладення капіталу в довгострокові активи; ΔND (New Debt) – зміни чистого позикового капіталу, які визначаються новими надходженнями позикового капіталу за мінусом виплат за основними сумами боргу.

Показник FCFE виступає стратегічною характеристикою якості капіталу, який інвестовано в підприємство, що є досить інформативним аспектом з погляду фінансової життєдіяльності та цілком аргументованим із позицій використання у бізнес-аналітиці.

Проекція збалансованості зростання є також аналітичною новацією, що потребує змістовної інтерпретації в контексті подальшого використання в процесі діагностування станів економічної стійкості/нестійкості бізнесу. Традиційно в наукових дослідженнях термін «стійке зростання» досліджувався з позицій національної економіки. Однак протягом останнього десятиріччя його застосовують і на мікрорівні. Найбільш відомими моделями оцінювання корпоративного росту є:

1. моделі, що базуються на визначенні росту власними джерелами фінансування:

– модель збалансованого зростання («золоте правило економіки підприємства») (формула 2):

$$T_{\text{прибутку}} > T_{\text{продажу}} > T_{\text{активів}} > 100 \quad (2)$$

– модель стійкості росту (SGR, Sustainable Growth Rate), яка базується на розрахунку коефіцієнту стійкості росту ($K_{ec, gr}$), який визначається на основі декількох підходів. Найбільш розповсюджений – це співвідношення реінвестованого у звітному періоді прибутку до накопиченого власного капіталу. Інший спосіб характеризує ту частку прибутку, що залишилась після дивідендних виплат (формула 3):

$$K_{ec, gr} = 1 - Div/Profit, \quad (3)$$

де *Div* – величина сплачених дивідендів; *Profit* – прибуток компанії;

– модель внутрішнього зростання Р. Хігінса (Model of Optimal Growth Strategy), яка передбачає розрахунок коефіцієнту росту (*g*) (формула 4):

$$g = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}, \quad (4)$$

де ROE – рентабельність власного капіталу за чистим прибутком; *b* – коефіцієнт накопичення;

2. моделі досягнення росту (у термінах обсягу продажу та прибутку): модель Дж. Ван Хорна, модель Р. Визванатана, модель BSG;

3. моделі вартісного росту, представлені в наукових публікаціях А. Раппорта, Г. Арнольда, Ю. Бріггема, А. Дамодарана, Т. Коупленда – Т. Колера – Дж. Муріна, А. Долгоффа, К. Кастера – А. Брейлі – С. Майерса, К. Уолша, С. Росса, І. Івашковської, М. Кудіної, Г. Хотинської, Ю. Козиря, С. Валдайцева, І. Єгерєва, С. Мордашова, Л. Фролової – О. Лісніченко, Н. Шевчук [2].

Дана систематизація аналітичних моделей росту є досить умовною та не претендує на вичерпаність. У рамках даного дослідження їх вивчення здійснюється лише з позицій формування аналітичного інструментарію, який буде дієвим з погляду практики використання в процесах оцінювання стану економічної стійкості підприємств.

Якщо в основу вибудовування логіки оцінювання станів економічної стійкості закласти проекції сучасної аналітичної моделі, то логічним є обґрунтування вибору VBM-моделі, яка буде виступати концептуальною основою такої оцінки. Найбільш популяризовані VBM-моделі: економічної доданої вартості (EVA, Economic Value Added); остаточного прибутку (RI, Residual Income); ринкової доданої вартості (MVA, Market Value Added); акціонерної доданої вартості (SVA, Shareholder Value Added); доданої грошової вартості (CVA, Cash Value Added) та модифікованої доданої грошової вартості (MCVA, Modified Cash Value Added); грошової рентабельності інвестицій (CFROI, Cash Flow Return on Investment); внутрішньої норми доходності (IRR, Internal Rate of Return); доданої вартості для стейкхолдерів (STVA, Stakeholder Value Added). Кожна з представлених моделей передбачає розрахунок набору показників, які сигналізують про стан «фінансового здоров'я» компанії в рамках проекцій «Ефективність» – «Ліквідність» – «Рост» та надалі трансформуються в піраміду аналітичних індикаторів, які виступають орієнтирами для досягнення цілей за рівнями впливу. Основні вимоги до обґрунтування вибору VBM-моделі для діагностування стану економічної стійкості мають відповідати наступним критеріям:

– несуперечливості, що передбачає відсутність логічних протиріч у процесі розрахунку вартості та окремих елементів, що її формують;

- можливості використання облікових даних, тобто даних фінансової звітності, які є офіційними документами щодо достовірності наявних вихідних даних;
- прогнозованості, тобто наявність можливості обґрунтованого прогнозу елементів моделі;
- простота та зрозумілість для усіх користувачів результатів фінансової аналітики;
- верифікованості, тобто результати розрахунків можуть бути перевірені незалежним користувачем без будь-яких суттєвих припущень;
- можливості використання як інструменту узгодження інтересів основних зацікавлених сторін;
- можливості впливу через систему факторних сукупностей, що детермінують формування вартості;
- можливості оцінювання ефективності стратегічних та фінансових управлінських рішень.

Не претендуючи на узагальнення переваг та недоліків практичного використання VBM-моделей (дане питання достатньо повно викладено в сучасній науковій літературі), вважаємо за доцільне звернути увагу на інформаційну базу, що формує елементний склад моделей.

Дана ознака є принципово важливою з погляду можливості тестування та подальшого практичного використання обраної VBM-моделі. Так, популяризована в науковій економічній літературі модель EVA, що передбачає використання змішаної інформаційної бази, є найбільш привабливою для використання з погляду вимог, що прописані вище. Однак для забезпечення коректності та порівняльної інформативності показника економічної доданої вартості необхідно зробити корегування результатів фінансової звітності на капітальні еквіваленти (більше 150), що дуже збільшує рівень трудомісткості та ставить під сумнів реалістичність коректного практичного використання даного підходу в процесі прийняття управлінських рішень. Результати критичного аналізу процесу змістовної еволюції VBM-моделей, їх порівняльна характеристика з позицій ступеню складності та можливості факторного аналізу, що є базовою умовою для вибору моделі, є підставою для того, щоб більш детально зупинитися на моделях остаточного (економічного) прибутку (RI (EP), Residual Income (Economic Profit)) та грошової доданої вартості (CVA, Cash Value Added), як таких, що можуть бути використані

як критеріальна база для діагностування станів економічної стійкості підприємства.

Позитивні результати тестування моделей, що базуються на балансових оцінках з погляду можливості їх використання як управлінського аналітичного інструменту та з позицій того, наскільки вони є здатними пояснювати створення нової вартості, представлено в наукових працях Дж. Олсона, С. Пинмена, Г. Річардсона та С. Тінакара, А. Бухвалова, Д.Л. Волкова [3–7]. Це дає змогу обґрунтовано використовувати аналітичний потенціал VBM-моделей, що базуються на балансових оцінках, для дослідницьких потреб даного наукового дослідження.

Змістовні витоки моделі остаточного прибутку (RIM, Residual Income Model) мають відношення до концепції економічного прибутку А. Маршалла, а формування самої моделі безпосередньо пов'язують із науковими працями Е. Фама, М. Міллера, Ф. Моділіяні, Е. Едвардса, П. Белла. Основою формування RIM виступають такі фактори: величина інвестованого капіталу на момент оцінювання, фактичний та очікуваний рівні доходності на інвестований капітал, стійкість спреду результатів. У контексті RIM виділяють два напрями, які розкривають змістовне наповнення: операційний, що базується на концепції операційного остаточного прибутку (ReOI, Residual Operation Income), та капітальний, основою якого є чистий остаточний прибуток (RE, Residual Earnings).

Показник остаточного операційного прибутку, що введено в науковий обіг С. Пенменом, по суті, є аналогом показника економічного прибутку у версії консалтингової компанії McKinsey&Co. Інформаційна спрямованість ReOI фокусується на операційних ефектах діяльності підприємства, що зумовило в розрахунку (формули 5–6) [8–12] під інвестиціями використовувати балансову величину чистих активів (NA, Net Assets).

$$ReOI = EBI - NA \times WACC \quad (5)$$

$$ReOI = NA \times (ROA - k_{WACC}), \quad (6)$$

де ROA – рівень рентабельності чистих активів, що розрахований на основі чистого прибутку до сплати відсотків; k_{WACC} – ставка середньозважених витрат на капітал.

Становлення показника остаточного чистого прибутку (формули 7–8) пов'язано з іменами Е. Едвардса і П. Белла, а також широко використовується консалтинговою компанією Marakon Associates. RE-модель досить часто зустрічається в наукових публі-

каціях як модель Едварда – Белла – Олсона (Edwards – Bell – Ohlson (EBO) valuation Model).

$$RE = NI - k_E \times E \quad (7)$$

$$RE = E \times (ROE - k_E), \quad (8)$$

де ROE – рівень рентабельності власного капіталу за чистим прибутком¹; k_E – ставка витрат на власний капітал.

Показник RE характеризує чисті ефекти результатів діяльності підприємства безпосередньо з позицій акціонерів (власників), тому інвестиціями виступає величина власного капіталу, результатом – чистий прибуток, а рівень очікуваної доходності вимірюється на основі витрат на власний капітал.

З погляду сучасної фінансової аналітики науковці також виділяють проблему методичного характеру щодо наповнення аналітичних проєкцій показниками, які характеризують фінансове здоров'я компанії. Залежно від інтересів двох груп фінансових носіїв капіталу (кредиторів і власників) по-різному формуються контури аналітичних проєкцій та їх інтерпретація (наприклад, ліквідності), що також є принциповою основою розмежування облікової (бухгалтерської) моделі, яка орієнтована на пріоритетне врахування інтересів кредиторів та вартісної оцінки, в якій перевагою є відображення інтересів власників власного капіталу. Однак варто наголосити на тому, що дані аналітичні моделі не є конфліктуючими між собою, а скоріше вони органічно доповнюють одна одну залежно від стадії та кінцевої мети діагностування проблеми. Так, якщо мова йде про можливість залучення кредитних ресурсів, то достатньо провести аналіз із позицій кредиторів у рамках облікової моделі. Якщо прийняття стратегічних рішень стосується інвестицій у забезпечення стійкості розвитку підприємства, то більш високий рівень інформативності вартісної моделі є незаперечуваним.

Забезпечення економічної стійкості підприємства є процесом перманентним, а її стан, відповідно до запропонованої логіки даного дослідження, ідентифікується як «стійкий – нестійкий – кризовий». Якщо за базовий критерій ідентифікації стану економічної стійкості прийняти чистий остаточний прибуток, то стійкий стан буде ідентифіковано позитивними абсолютними значеннями RE, що генерує функціонуючий капітал. Від'ємна величина RE буде сигналізувати про перехід від стій-

кого до нестійкого стану, одним із варіантів якого може бути кризовий.

Від'ємні значення RE визначаються від'ємним значенням спреду продуктивності (доходності) власного капіталу ($Spred_{Equity}$), який формується двома факторами – доходністю власного капіталу та рівнем його витратності. Формування позитивної величини спреду відбувається за умови, коли рівень фінансової рентабельності перевищує витрати на власний капітал (формули 9–10).

$$Spred_{Equity} \geq 0, \quad \text{якщо} \quad \begin{matrix} ROE \geq k_E; \\ ROE < k_E. \end{matrix} \quad (9)$$

$$Spred_{Equity} < 0, \quad \text{якщо} \quad \begin{matrix} \text{або} \\ NI \leq 0 \end{matrix} \quad (10)$$

Відповідно до даної логіки, можемо сформувати першу базову умову забезпечення стійкого стану підприємства, суть якої полягає в тому, що рівень фінансової рентабельності має перевищувати витрати на власний капітал ($ROE > k_E$). Від'ємне значення спреду продуктивності власного капіталу може бути або результатом збитковості діяльності, або недостатністю рівня фінансової рентабельності для покриття ставки витрат на власний капітал. Окрім абсолютного значення, серед формуючих показників інформативною є динаміка їх змін. Так, тенденція зростання спреду продуктивності власного капіталу ($T_{sped.equity}$) буде забезпечуватися за умови більш високих темпів зростання рівня фінансової рентабельності (T_{ROE}) порівняно зі зростанням ставки витрат на власний капітал ($T_{k.E}$) (формула 11), і навпаки (формула 12):

$$T_{sped.equity} \geq 1, 0, \quad \text{якщо} \quad \begin{matrix} T_{ROE} \geq T_{k.E} \\ T_{ROE} < T_{k.E} \end{matrix} \quad (11)$$

$$T_{sped.equity} < 1, 0, \quad \text{якщо} \quad \begin{matrix} T_{ROE} < T_{k.E} \\ T_{ROE} \geq T_{k.E} \end{matrix} \quad (12)$$

Рівень фінансової рентабельності визначається прибутковістю реалізації продукції ($Prof_{sales}$), продуктивністю функціонування активів ($Product_{ass}$) та рівнем фінансового ризику, який у класичній DuPont-моделі вимірюється на основі коефіцієнту структури капіталу ($rate_{str.cap}$). З урахуванням факторної інтерпретації фінансової рентабельності формула спреду продуктивності власного капіталу набуває такого вигляду (формула 13):

$$Spred_{Equity} = Prof_{sales} \times Product_{ass} \times (1 + rate_{str.cap}) - k_E \quad (13)$$

¹ Даний показник у сучасних наукових дослідженнях зустрічається як «фінансова рентабельність» підприємства

Модифікована формула спреду продуктивності власного капіталу дає змогу визначити критичне значення рентабельності реалізації ($Prof_{sales}^{crit}$) за чистим прибутком, а сама величина $Spred_{Equity}$ може бути записана через спред доходності реалізації ($Spred_{prof.sales}$) (формули 14–16).

$$Spred_{Equity} = Product_{ass} \times (1 + rate_{str.cap}) \times (Prof_{sales} - Prof_{sales}^{crit}) \quad (14)$$

$$Spred_{prof.sales} = Prof_{sales} - Prof_{sales}^{crit} \quad (15)$$

$$Spred_{Equity} = Product_{ass} \times (1 + rate_{str.cap}) \times Spred_{prof.sales} \quad (16)$$

Динаміка спреду реалізації є ключовим фактором $Spred_{Equity}$ та визначається не тільки рівнем ефективності внутрішніх бізнес-процесів компанії, а й її конкурентними позиціями на відповідних товарних ринках, тому стабільність позитивної динаміки даного показника або високий рівень відповідності фактичного значення рентабельності реалізації критичному виступають критерієм ідентифікації стану та передумов забезпечення економічної стійкості на стратегічному рівні її діагностування.

Відповідно до факторної логіки формування $Spred_{Equity}$, індикатором його змін є продуктивність функціонування активів та рівень раціональності структури капіталу, а також динаміка їх змін. Стратегічний вектор спрямованості вартість-орієнтованої аналітичної моделі, що закладена в основу методики ідентифікації станів економічної стійкості, зміщує фокус управлінської аналітики з проблематики раціоналізації структури капіталу в площину максимізації рівня його прибутковості, що пов'язано передусім зі змінами стратегічної архітектури компанії та зростанням пріоритетного впливу на формування результатів капіталоутворення нефінансових форм капіталу. Базовим критерієм розмежування нестійкого та кризового станів є прибутковість, що в пропонуваній моделі визначається $Spred_{prof.sales}$. Однак це не єдиний критерій, на основі якого розмежовуються стани нестійкості та кризи. Для обґрунтованості визначення вектору руху підприємства за шкалою станів «нестійкий» → «кризовий» критерії продуктивності функціонування активів та ефективності формування структури капіталу будуть використані відповідно до логіки формування RE-моделі.

Розмежування нестійкого та кризового станів компанії є більш трудомістким процесом, що вимагає обґрунтування більш широкого спектру умов, критеріїв та показників, які дадуть змогу зробити більш точні висновки стосовно стану об'єкту аналізу. Аналітичні

параметри для ідентифікації даних станів потребують деталізації оціночних індикаторів, оскільки ієрархія критеріїв і можливих комбінацій показників та умов є значно більшою, ніж під час ідентифікації стійкого та нестійкого станів. Така деталізація дасть змогу більш чітко визначити тенденції змін у траєкторії розвитку підприємства для фокусування на найбільш значущих аспектах, що зумовили певний стан компанії. На даному етапі досить важко чітко визначити, які саме критерії та показники будуть ключовими в розмежуванні станів «стійкий» – «кризовий». Можемо лише говорити про те, що саме на даному етапі аналізу логічним стає комбінування аналітичних індикаторів вартісної та облікової моделей. Так, під час оцінювання ліквідності спектр традиційних її показників (поточної, проміжної, абсолютної) доповнюється величиною FCFE. Під час оцінювання структури капіталу, крім традиційних показників рівня залежності (незалежності) від зовнішніх інвесторів і кредиторів, варто враховувати структуру платних джерел фінансування бізнесу та усереднені витрати на капітал (WACC), які формуються під впливом фінансової структури, а також динаміку їх змін протягом досліджуваного часового інтервалу. Оцінювання ділової активності доцільно здійснювати з урахуванням показників росту, які характеризують різні аспекти ефективності формування та функціонування капіталу підприємства.

Умови видової ідентифікації станів економічної стійкості відповідно до стратегічно значущих критеріїв є недостатніми для того, щоб формалізувати всі причини, що зумовили відхилення ключових параметрів, що формують стан економічної стійкості підприємства, та встановити тенденції випадковості або закономірності виявлених станів. Реалізація пропонуваного методичного підходу не передбачає встановлення фіксованих шкал та визначення жорстких формалізованих обмежень. При цьому ми допускаємо, що в процесі ідентифікації станів за логікою RE-моделі може виникнути потреба в деталізації шкали станів, тобто вимірювання рівня як стійкості, так і нестійкості, тому подальша деталізація буде визначатися специфікою вибірки, індивідуальними особливостями досліджуваних об'єктів та ситуаціями, які зумовлюють таку деталізацію. Незалежно від ступеню деталізації шкали ідентифікації станів стійкості/ нестійкості аналітичний фокус має концентруватися на виявленні значущих причинних факторів, що впливають на перманентність

процесу забезпечення економічної стійкості підприємства.

При цьому змістовна побудова критеріїв та показників ідентифікації станів стійкості цілком підпорядковується логіці формування економічного прибутку на основі RE-моделі. Так, факторна інтерпретація величини остаточного чистого прибутку, відповідно до логіки аналізу $Spred_{Equity}$ (формула 16), може бути записана так (формула 17):

$$RE = E \times Product_{ass} \times (1 + rate_{str.cap}) \times Spred_{prof.sales} \quad (17)$$

При цьому продуктивність функціонування активів ($Product_{ass}$) є дуже багатоаспектним критерієм, який об'єднує параметри, що характеризують ефективність різних функціональних рівнів діяльності підприємства. Так, факторна інтерпретація продуктивності може бути представлена багатфакторними моделями, які охоплюють показники фінансового, операційного, виробничого рівнів та вибудовуються відповідно до потреб бізнес-аналітики.

Висновки з цього дослідження. Узагальнюючи результати імплементації пропонованого методологічного підходу до оцінювання стану та рівня економічної стійкості/нестійкості підприємств, можна зробити змістовні узагальнення:

1. Сучасна методична основа наукових підходів до оцінювання економічної стійкості підприємств базується на поєднанні принципів та стилів аналізу бухгалтерської та вартісної аналітичних моделей, як таких, що мають достатній пояснювальний потенціал щодо виявлення причин та прогнозування наслідків як результату процесів забезпечення економічно стійкого/нестійкого стану бізнесу. Цілком підтримуючи таку наукову позицію, суть якої полягає не у протиставленні, а в логічному поєднанні двох аналітичних концепцій, сформовано методичний підхід до ідентифікації станів та рівнів економічної стійкості/нестійкості підприємства, основна ідея якого полягає не у строго математичній формалізації оціночних процедур, а у формуванні стратегічної логіки процесу аналізу та прийняття відповідного рішення з урахуванням специфічних особливостей досліджуваної вибірки та потреб бізнес-аналізу.

2. Базовим критерієм розмежування економічно стійкого – нестійкого станів запропоновано використовувати здатність формувати потоки доданої вартості бізнесу. В основу аналітичної ідентифікації такої здатності закладається VBM-модель, вибір якої обґрунтовується бізнес-аналітиком з урахуванням відповідності таким критеріям, як несуперечливість, можливість використання облікових даних, простота та зрозумілість, можливість прогнозування елементів моделі, верифікованість, можливість факторної інтерпретації тощо. Емпіричним шляхом встановлено, що для ідентифікації стану стійкості за критерієм доданої вартості не можна використовувати виключно абсолютні значення та динаміку змін показника доданої вартості. Для уникнення хибного висновку щодо стану об'єкту оцінювання даний етап діагностування має бути доповнено аналізом показників: абсолютних значень спреду продуктивності власного капіталу, спреду реалізації продукції, чистого прибутку, власного капіталу, чистих грошових потоків для власників власного капіталу; динамікою змін чистого прибутку, спреду реалізації, нерозподіленого прибутку.

3. Деталізацію станів та рівнів економічної стійкості в процесі їх ідентифікації запропоновано здійснювати в проекціях вартісної аналітичної моделі, таких як «ефективність» – «ліквідність» – «зростання». Наповнення проекцій аналітичними індикаторами здійснюється залежно від етапу оцінки та ступеню проблеми, яку потрібно діагностувати для прийняття більш точного рішення щодо об'єкту аналізу. З погляду ідентифікації рівнів економічної стійкості пріоритетність проекцій та показників, що їх наповнюють, встановлюється аналітиком ситуативно, залежно від того, що є причиною отриманих значень фінансових оцінок. Процедура оцінювання у визначених проекціях також не передбачає формальної абсолютизації, а потребує аргументації, яка виходить за межі фінансової аналітики. Прийняття рішення щодо стану об'єкту аналізу залежить від компетентності та рівня інформованості аналітиків та користувачів отриманих результатів про тенденції розвитку оцінюваного бізнесу.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Кован С.Е. Финансовая устойчивость предприятия и её оценка для предупреждения его банкротства / С.Е. Кован, Е.П. Кочетков // Экономический анализ: теория и практика – 2009. – № 15.
2. Шевчук Н. Капітал підприємства: формування та ефективність функціонування / Н. Шевчук // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 5–6. – С. 39–43.

3. Бухвалов А.В. В поисках «замыкания» фирмы: новые подходы к анализу стратегий / А.В. Бухвалов, В.С. Катькало // Российский журнал менеджмента. – 2009. – Т. 7. – № 2. – С. 139–146.
4. Бухвалов А.В. Выдающийся российский мыслитель в области экономики (к 75-летию со дня рождения Вадима Максовича Гальперина) / А.В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – 2008. – Т. 6. – № 1. – С. 155–160.
- 5 Бухвалов А.В. Л.В. Канторович и экономико-математическое моделирование: синтез реальности, математики и экономики / А.В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – 2012. – Т. 10. – № 3. – С. 3–30.
- 6 Бухвалов А.В. Корпоративное управление как объект научных исследований / А.В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3. – № 3. – С. 81–96.
7. Волков Д.Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости / Д.Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. – 2004. – № 3. – С. 3–36.
8. Penman S. Financial Statement Analysis and Security Valuation / S. Penman. – N.Y.: McGraw-Hill, 2001. – P. 424.
9. Penman, S. Return to fundamentals / S. Penman // Journal of Accounting, Auditing & Finance. – 1992. – № 7(4). – P. 465–483.
10. Penman S. A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model / S. Penman // Review of Accounting Studies. – 1998. – № 2(4). – P. 303–323.
11. Penman S. A Comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation / S. Penman, T. Sougiannis // Contemporary Accounting Research. – 1998. – № 15(3). – P. 343–383.
12. Penman S. The Pricing of Earnings and Cash Flows and the Valuation of Accrual Accounting / S. Penman, N. Yehuda. – N.Y.: Columbia University, 2003.