

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДІАГНОСТИКИ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ПІДПРИЄМСТВА

#### 1.1. Сутність та місце діагностики фінансового стану підприємства в системі контролінгу

Правильне визначення напрямку діяльності підприємства прямо залежить від рішень, які приймаються його керівниками, а саме, від обґрунтованості, що в свою чергу залежить від забезпечення менеджерів (власників або інших осіб, в компетенції яких є прийняття управлінських рішень) інформацією, яка є точною і актуальною. Саме інформаційна підтримка управлінського апарату підприємства (як правило великого, транснаціонального) покладається на контролера (відділ контролінгу).

Відправною точкою дослідження сутності контролінгу та місця в ньому діагностики фінансового стану підприємства є вирішення наступних теоретичних аспектів:

- 1) Визначення контролінгу та його сутність;
- 2) Місце контролінгу в системі інформаційного забезпечення та управління підприємством;
- 3) Місце фінансового аналізу та фінансової діагностики в системі контролінгу.

Досі серед науковців мають місце дискусії з приводу вищезазначених елементів, особливо першого. Основою таких суперечок є наступні причини:

- 1) Морфологічна та фонетична подібність «контролінгу» та «контролю»;
- 2) Плутанина з перекладом англійських та німецьких визначень в сфері контролінгу;
- 3) Перейняття паралельно (без розмежування та критики) американської та німецької концепцій контролінгу.

Для визначення поняття контролінгу необхідно провести порівняльний аналіз його трактування за підходами різних науковців в даній сфері.

Інформаційна підтримка прийняття управлінських рішень на підприємстві трактується вченими як «контролінгу», або ж «управлінський облік». Саме даний аспект варто дослідити першочергово.

Термін «управлінський облік» (management accounting) є більш вживаним в англomовній літературі, що бере на себе інформаційне забезпечення та підтримку системи управління. З даним поняттям тісно переплітається концепція Management Control, яка за Ентоні та Говіндараяном є «процесом впливу управлінців на працівників організації для досягнення її цілей» [53, с.6]. Дана концепція охоплює всі управлінські функції, їх координацію, а особливо наголошується на плануванні, контролі та інформаційному забезпеченні. Даний підхід є відправним у більшості американських економістів (Еткінсон, Каплан, Хілтон, Мейєрс) [64, с.6]. Також зустрічається використання контролінгу без його виокремлення, лише як контроль в системі управління [66, с.508]. Загалом, увага в англomовній літературі концентрується на контрольній функції у системі управління підприємством. Але фінансовий контролінгу не слід ототожнювати з фінансовим контролем, так як він також спрямований на інформаційно-аналітичне, методичне та консультативне забезпечення для прийняття управлінських рішень. [44, С. 137—146]

Велику увагу також приділяють концепції контролінгу, яка спрямована саме на координацію підсистем управління та її елементів (Вебер, Хорват, Терещенко) [73, с.65; 19, с. 139-143]. Досить яскраво дана концепція висвітлюється в працях російських авторів, в яких контролінг інтегрує та координує підсистеми управління, але при цьому не підмінює собою власне управління підприємством. [20. , с.7] Отже, за даних підходів контролінг сфокусований на координації завдань, цілей, функцій та підсистем управління діяльності підприємства.

Наведений аналіз показує, що не існує єдиного погляду з приводу визначення та цілей контролінгу. Незважаючи на різне спрямування концепцій авторів, серед них є і спільне, що лежить в перетині площин завдань контролінгу: підтримання управління підприємством за допомогою інструментів планування, регулювання, контролю та інформаційного забезпечення.

Саме інформаційне забезпечення лежить в основі ключової проблеми даного дослідження, що полягає в нерівності учасників відносин з приводу забезпеченості інформації щодо фінансово-економічних відносин (інформаційна асиметрія). Ситуація, за якої одні учасники відносин мають переваги над іншими в забезпеченості актуальної та точної інформації створюють умови для перших щодо отримання додаткових доходів за рахунок других, що, в свою чергу, зумовлює конфлікт інтересів між цими сторонами фінансових відносин. [40, с. 183 — 190; 36, с.37-51]. Яскравим прикладом даного конфлікту є відносини між власниками та менеджерами, кредиторами та менеджерами, менеджерами вищого та нижчого рівнів, при чому перший учасник з кожної пари має менше інформації за другого. За таких обставин має місце ситуація, в якій індивідуальна раціональність породжує колективну ірраціональність, а саме: раціональна з точки зору кожної сторони поведінка призводить до прийняття нераціональних (неправильних, неоптимальних) фінансових рішень. Наприклад, за наявності дефіциту інформації можуть бути інвестовані кошти в неефективні проекти, при чому ефективні будуть ігноруватися; кредити можуть видаватися неплатоспроможним позичальникам; можуть занижуватися показники плану діяльності на фоні підвищення фактичних, що викривлює дані для управління підприємством.

Вирішення питань прийняття управлінських рішень в умовах інформаційної асиметрії є актуальним серед провідних фахівців фінансової сфери, серед яких МакФадден, Акерлоф, Стігліц, Канеман, Ауман (США). За старання цих та багатьох інших вчених було вироблено перелік інструментів для подолання інформаційної асиметрії. Один з таких інструментів – фільтрування, суть якого полягає у вивченні прихованих характеристик об'єкта, щодо якого приймаються рішення. Саме на виявлення зазначених прихованих характеристик і направлений набір інструментів контролінгу, а одним з таких є фінансова діагностика.

Враховуючи все вищенаведене, необхідно дати правильне узагальнене визначення контролінгу, визначити його особливості та характеристики для детальнішого визначення взаємозв'язку між фінансовою діагностикою і поняттям

контролінг. Найбільш відповідним, на нашу думку, є визначення контролінгу за О.О. Терещенко:

Фінансовий контролінг – це інтегрована підсистема прийняття управлінських рішень щодо пріоритетних напрямків фінансової діяльності підприємства, яка базується на комплексному аналізі даних бухгалтерського обліку, внутрішнього контролю, та передбачає узгодження (інтеграцію) фінансових аспектів функціонування усіх підрозділів підприємства.[17, 95]

Для кращого висвітлення значення і сутності контролінгу розглянемо його функції. Однак, як і у випадку з визначенням, єдиний підхід відсутній. Для наочного представлення покажемо перелік функцій контролінгу у розрізі авторів та їх походження у таблиці А.1 Додатку А, а враховуючи зв'язок понять контролінгу та управлінського обліку, виділимо також функції останнього.

Проаналізуємо, виходячи з таблиць А.1 та А.2 додатку А сутність наведених функцій контролінгу та управлінського обліку.

Інформаційне забезпечення. функціональної точки зору контролінг виступає самостійною складовою системи управління і шляхом координації підтримує наявну на підприємстві систему управління. Складовими системи управління є класичні функції менеджменту: планування, контроль, організація, управління кадрами. Для виконання покладених на них завдань необхідною є система інформаційного забезпечення, яка надає іншим складовим системи управління адекватну інформацію. Особливого значення у даному аспекті набуває координація функцій планування та контролю. Для цього на контролінг покладаються завдання адаптації (приспосовування) та інновації, тобто цілеспрямовано реагувати на зміни у навколишньому стосовно підприємства середовищі та відповідно пристосовуватись (зворотній зв'язок – feedback) та/або застосовувати інновації (прямий зв'язок та прогнозування – feedforward).

Функція планування. Під плануванням розуміють уявне сприйняття майбутніх дій шляхом порівняння різних альтернатив та вибору найкращої з них для досягнення поставлених цілей. У цьому відношенні планування означає також координацію окремих планів підприємства із загальним планом при коротко-,

середньо- та довгостроковому плануванні, бюджетуванні, а також з інформацією про планові завдання та цілі. В літературі з контролінгу є незаперечним той факт, що контролер має брати участь у плануванні. На погляд автора участь контролера у плануванні обмежується координацією процесу планування, інформаційному та методичному забезпеченні.

Функція контролю. У контексті контролінгу контроль означає порівняння план-факт та визначення відхилень, включаючи також заходи з коректування відхилень. Окрім цього, в рамках функції контролю слід забезпечувати моніторинг так званих контрольних показників діяльності. Контроль, як і планування, є не тільки умовами, але й інструментами координації.

Інформаційна функція включає в себе інформаційне забезпечення та інформаційну підтримку рішень і означає систематичний збір, обробку та інтерпретацію інформації, необхідної для прийняття управлінських рішень. Як вже зазначалося, важливим напрямком діяльності в рамках виконання цієї функції має бути забезпечення фінансової діагностики підприємств чи окремих центрів відповідальності.

Отже встановлено, що контролінг не виконує на підприємстві принципово нових функцій. Новизна полягає у розподілі завдань. Шляхом поєднання головних функцій менеджменту: планування, інформації, контролю та керування – було створено новий всеохоплюючий управлінський інструмент. Компетенції контролера з фінансової сфери поширилися також на сектори маркетингу, постачання, логістики, виробництва. Якщо більш предметно розглянути об'єкти контролінгу, то можна дійти висновку, що контролінг як такий є підсистемою фінансового управління і забезпечує керівництво підприємства інформацією для прийняття переважно фінансових рішень. Адже пріоритетами контролінгу є стратегічне управління витратами, управління вартістю, стратегічне та оперативне планування, підтримка управління ризиками. Всі ці інструменти безпосередньо пов'язані з прийняттям фінансових рішень.

Досить вичерпний перелік функцій та завдань контролінгу для українських підприємств обґрунтовується в працях О.О. Терещенка. Детальний їх опис наведено в додатку В.

Практична імплементація систем контролінгу в практиці господарювання українських підприємств ускладнюється нерозумінням його сутності не лише багатьма економістами-практиками, а й науковцями. Досить виразною у цьому контексті є праця Чумаченка М.Г. „Контролінг перспективи не має” [51, с. 35-38]. Інша проблема полягає в тому, що окремі фахівці широко використовують це поняття досить часто у хибному розумінні, оскільки воно, на їх думку, є модним. Для уникнення проблематики нерозуміння сутності контролінгу та його основних завдань необхідно підкреслити таке:

- контролінг не означає контроль, а підтримання діяльності з контролю в управлінні підприємством;

- контролінг не є суперсилою на підприємстві, яка виступає поряд або замість системи управління. Навпаки, контролінг перебирає на себе обслуговуючу функцію щодо управління підприємством. Контролінг не приймає рішення, а здійснює підготовку та інформаційну підтримку проектів рішень;

- контролінг не є інструментом, що використовується лише під час кризи та/або фаз зростання на підприємстві. Основні функції контролінгу – координація та інформаційне забезпечення – є актуальними не залежно від економічної ситуації на підприємстві;

- виконання функцій контролінгу неможливе без серйозної фінансової аналітики.

Таким чином, можна зробити висновок, що фінансова аналітика в цілому і фінансова діагностика зокрема є фундаментом ефективного контролінгу на підприємстві. Для вітчизняних суб'єктів господарювання виправданою є модель контролінгу, сфокусована на вирішенні проблеми інформаційного забезпечення, транспарентності та інтеграції різних ділянок фінансово-економічної діяльності та управління нею. Запровадження контролінгу на вітчизняних підприємствах зумовлено необхідністю інформаційного забезпечення та координації системи

планування, синхронізації різних видів обліку, аналізу відхилень та контролю, внутрішньої та зовнішньої транспарентності управлінських рішень, інформаційного та методичного забезпечення менеджменту, підтримки на належному рівні ризик-менеджменту.

Як уже зазначалося, важливим елементом інформаційного забезпечення прийняття фінансових рішень є результати фінансової діагностики підприємства. Термін „діагностика” (від грец. – здатний розпізнавати) означає визначення стану об’єкта управління на основі реалізації комплексу аналітичних процедур з метою завчасного виявлення слабких ланок і „вузьких місць”.

Серед науковців немає єдності щодо термінології, яка використовується при характеристиці діагностики та методів її проведення. Проф. Костирко констатує, що на сучасному етапі сформувалося чотири напрямки концепції діагностики: аналітична, інформаційна, антикризова, консультаційна [23, с.8]. Так, у науково-практичній літературі досить часто оперують терміном „діагностика банкрутства”. Зокрема, проф. Бланк під діагностикою банкрутства розуміє систему цільового фінансового аналізу, спрямованого на виявлення параметрів кризового розвитку підприємства, які генерують загрозу його банкрутства в майбутніх періодах. При цьому виділяється система експрес-діагностики та система фундаментальної діагностики банкрутства [7, с.277].

Складовою фінансової діагностики є фінансовий аналіз. Фінансовий аналіз сконцентрований на оцінці якості фінансового стану підприємства. За визначенням групи науковців Київського національного економічного університету, фінансовий аналіз – це спосіб оцінювання і прогнозування фінансового стану підприємства на підставі його бухгалтерської та фінансової звітності і оперативних даних. Фінансовий стан підприємства, за цим підходом, є результатом взаємодії всіх елементів системи фінансових відносин підприємства, визначається сукупністю виробничо-господарських факторів і характеризується системою моделей, методів і показників, які відбивають наявність, розміщення і використання фінансових ресурсів [50, с.330].

Аналіз практики діагностики фінансового стану показує, однак, що за своїм змістом та завданнями, всі види діагностики є досить схожими і в їх основі покладені намагання спрогнозувати майбутню спроможність підприємства генерувати грошові потоки для виконання своїх зобов'язань, отримувати прибуток та створювати додану вартість, а також своєчасно виявити слабкі сторони чи додаткові можливості. Аналізуючи методичні підходи до фінансової діагностики можна зробити висновок, що будь-яку методику оцінки кредитоспроможності позичальника можна вважати такою, яка присвячена проблематиці діагностики фінансового стану. Метою оцінки кредитоспроможності підприємства є прогнозування його спроможності своєчасно і повністю розрахуватися за своїми борговими зобов'язаннями. Неспроможність погасити борг означає наявність підстав для порушення справи про банкрутство. У разі високої ймовірності неплатоспроможності чи незадовільного фінансового стану підприємство вважається таким, якому загрожує фінансова криза та банкрутство [46, с.53].

Результати наукових пошуків показують, що природа та цілі діагностики фінансового стану, діагностики та прогнозування банкрутства, аналізу кредитоспроможності підприємства, фінансового аналізу є ідентичними. Вважаємо, що виокремлення окремих видів діагностики, яке досить часто зустрічається у науковій літературі є досить суб'єктивним. Діагностика банкрутства, діагностика потенціалу фінансово-економічної стійкості, діагностика за слабкими сигналами і т.і. спрямовані на досягнення двоєдиної мети: зменшення інформаційної асиметрії та нейтралізація принципал-агент конфлікту між суб'єктами фінансових відносин. Для цього слід використати адекватні методи прогнозування фінансового стану, тобто передбачити показники, від яких залежать якісні параметри підприємства, перш за все такі як платоспроможність та додана вартість. Враховуючи викладене, всі види діагностики, що здійснюються відносно підприємства можна об'єднати під загальною назвою „фінансова діагностика”.



Виходячи з єдності основних методичних прийомів, функцій та завдань згаданих вище видів аналітичних процедур їх доцільно об'єднати під узагальнюючою назвою „фінансова діагностика”.

Особливості методів фінансової діагностики у значній мірі визначаються інформаційними потребами користувачів результатів діагностики. Залежно від ситуації прийняття фінансових рішень, можна виокремити внутрішню та зовнішню діагностику фінансового стану. Користувачами внутрішньої діагностики є здебільшого керівництво підприємства, менеджмент лінійних підрозділів, власники крупних пакетів корпоративних прав. Це система методів та інструментів щодо завчасного виявлення внутрішніх проблем та зменшення інформаційної асиметрії при прийнятті фінансових рішень перш за все менеджментом підприємства.

Користувачами зовнішньої діагностики здебільшого є потенційні інвестори, дрібні акціонери, кредитори, органи державної влади. Зовнішня діагностика має непересічне значення перш за все як інструмент зменшення інформаційної асиметрії між підприємством, яке є об'єктом вкладення капіталу та капіталодавцями. Професійний фінансовий аналіз трактується сьогодні як проміжна ланка в системі передачі інформації від компанії до інвесторів [71, с.778]. Результати аналізу враховуються при прийнятті рішень щодо формування активів та пасивів, а також у значній мірі визначають ціну залучення капіталу та ринковий курс корпоративних прав компанії. Зовнішня фінансова діагностика проводиться з використанням інформації, яка міститься в трьох основних формах звітності: Баланс (форма №1), Звіт про фінансові результати (форма №2) та Звіт про рух грошових коштів (форма №3). Враховуючи вищевикладене можна констатувати, що фінансова діагностика підприємства має на меті інформаційне забезпечення управлінських рішень на основі [36, с.8-17]:

- визначення поточного фінансового стану;
- визначення змін фінансового стану крізь призму структури та часу;
- визначення впливу факторів на ці зміни;
- прогнозування основних тенденцій у фінансовому стані компанії.

Проведене дослідження дозволяє виокремити такі основні функції фінансової діагностики:

- функція зменшення інформаційної асиметрії між особами, відповідальними за прийняття фінансових рішень та об'єктом управління;
- функція прогнозування фінансового стану;
- функція ідентифікації слабких (сильних) сторін підприємства.

Користуючись логічним методом дослідження можна зробити висновок, що виходячи із єдності основної функції – інформаційне забезпечення - контролінгу та фінансової діагностики, остання є одним із функціональних інструментів контролінгу, завдяки якому виконується функція інформаційної підтримки прийняття управлінських рішень.

## 1.2. Методичні підходи до діагностики фінансового стану підприємства

Для обґрунтування адекватної моделі фінансової діагностики вітчизняних підприємств проведемо критичний аналіз основних методичних підходів до фінансової діагностики (аналізу фінансового стану, оцінки кредитоспроможності та прогнозування банкрутства), які найчастіше використовуються в українській та зарубіжній практиці.

В Україні значного поширення набули дві групи методик аналізу фінансового стану, які й репрезентують вітчизняний підхід до фінансової діагностики підприємств. Перша група ґрунтується на однофакторному аналізі показників фінансової звітності; друга - заснована на бальній системі оцінювання з визначенням індексу (класу) ризиковості фінансового стану підприємства. Спільним для методик обох груп є те, що вони передбачають вивчення простих математичних зв'язків між окремими позиціями фінансової звітності на основі обчислення певної вибірки показників (коефіцієнтів) та порівняння їх значень з нормативними та в динаміці [46, с.55].

Передовий досвід фінансової діагностики показує, що найбільш об'єктивними є аналітичні моделі, розроблені з використанням економетричних методів обробки фінансової інформації. До таких моделей належать: моделі кредитного скорингу, моделі оцінки ймовірності банкрутства та моделі рейтингової оцінки підприємств. Однак, у вітчизняній практиці цей методичний підхід використовується у недостатній мірі, оскільки для розробки моделей та їх практичного впровадження потрібно досить об'ємний каталог інформації щодо фінансово-стійких та фінансово-нестійких підприємств. В таблиці 1.1. наведена систематизація методичних підходів до фінансової діагностики, які знайшли своє використання у фінансовому менеджменті.

Таблиця 1.1

## Методичні підходи до фінансової діагностики

Методичний підхід	Методологічна основа	Представники, користувачі
Традиційний	Метод порівняння, горизонтальний та вертикальний аналіз, трендовий аналіз, аналіз відносних показників, факторний аналіз	Балабанов І.Т., Лахтіонова Л.А., Ковальов В.В., Лігоненко Л.О., Павловська О.В., Шеремет А.Д.
Бальна система оцінювання	Експертні методи аналізу, горизонтальний та вертикальний аналіз, трендовий аналіз, аналіз відносних показників.	Тамарі М., Духненко М.,
Математично-статистичне моделювання	Дискримінантний аналіз, логістична регресія, метод штучних нейронних сіток, теорія нечітких множин.	Альтман Е., Бівер В., Вайбель П., Терещенко О., рейтингові агентства FitchRating, Moody's Rating, Standard & Poor's

Фінансова діагностика, що ґрунтується на вивченні кількісних показників фінансової звітності підприємства із застосуванням стандартних методів та прийомів репрезентує класичний або традиційний підхід. Підхід полягає у застосуванні стандартних аналітичних прийомів: горизонтальний та вертикальний аналіз, трендовий аналіз, аналіз відносних показників, порівняльний аналіз, факторний аналіз. Характерним для традиційних методик діагностики фінансового стану є те, що вони передбачають вивчення формалізованих зв'язків

між окремими позиціями фінансової звітності на основі обчислення певної вибірки показників (коефіцієнтів) та порівняння їх значень з нормативними, середньогалузевими та в динаміці. Згідно з традиційним підходом до фінансової діагностики, аналіз ґрунтується на розрахунку чотирьох, п'яти чи шести груп фінансових показників.

Досить відомими в наукових колах є рекомендації до фінансового аналізу, обґрунтовані Балабановим І.Т., Калиною А.В., Конєвим М.І., Яценко В.А. Для цілей фінансової діагностики автори пропонують розраховувати шість груп показників[4, с. 30]:

- оцінка прибутковості (рентабельності);
- оцінка фінансової стійкості;
- аналіз кредитоспроможності;
- аналіз використання капіталу;
- аналіз самофінансування;
- аналіз валютної самоокупності.

Неспроможність такого трактування процедури аналізу фінансового стану доводиться вже тим, що група показників оцінки кредитоспроможності а пріорі включає в себе показники інших із окреслених груп, що й підтверджується багатьма іншими методиками фінансової діагностики, у тому числі затверджені державними органами влади.

Професор І.А. Бланк рекомендує до використання наступні групи аналітичних фінансових коефіцієнтів: фінансової стійкості, платоспроможності (ліквідності), оборотності активів, оборотності капіталу, рентабельності [6, с.83-84]. Зазначений перелік груп показників ігнорує чинник руху грошових потоків, який набуває все більшої ваги на практиці.

Процедура аналізу фінансового стану підприємства за методикою Савчука В.П. включає в себе такі етапи [37, с.14-135]:

- діагностика підприємства на основі балансу та звіту про фінансові результати (аналіз динаміки зміни активів та пасивів, виявлення тенденцій зміни абсолютних показників);

- аналіз грошових потоків (розрахунок величини грошових потоків прямим та непрямим методом);
- горизонтальний та вертикальний аналіз звітності (аналіз структурних змін у складі активів та пасивів підприємства);
- діагностика підприємства на основі фінансових коефіцієнтів (аналіз операційної діяльності, оцінка управління активами, аналіз показників ліквідності, прибутковості, структури капіталу, обслуговування боргу та ринкових показників);
- моніторинг стану підприємства на основі вивчення динаміки фінансових показників.

Поряд із певними позитивними характеристиками окресленої методики (спроба залучити до аналізу показники, що характеризують рух грошових коштів), має цілий ряд недоліків, зокрема, відсутність чіткого алгоритму аналізу та інтерпретації його результатів. Методика включає багато різних методів аналізу, водночас є досить узагальненою, що не дає їй змогу слугувати інформаційним забезпеченням прийняття фінансових рішень.

Система діагностики фінансового стану за В.В. Ковальовим складається із шести груп фінансових показників: майнового потенціалу компанії, ліквідності та платоспроможності, фінансової стійкості, ділової активності, прибутку та рентабельності, положення на ринку цінних паперів [19, с. 126]. Проф. Павловська О.В., зовнішній аналіз ґрунтується на таких групах показників:

- показники прибутку;
- показники рентабельності;
- фінансового стану, ринкової активності, ліквідності балансу, платоспроможності підприємства;
- ефективності використання позичкового капіталу;
- економічної діагностики фінансового стану підприємства і рейтингової оцінки емітентів [65, с. 122-123].

За традиційного підходу до фінансової діагностики, висновки щодо якості фінансового стану робляться на підставі простого зіставлення фактичних

показників оцінки ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості, стабільності тощо з їх нормативними значеннями. Недоліки зазначеного підходу досить вичерпно визначені О. Терещенко [42, с.87-92]:

- неврахування галузевих особливостей об'єкту аналізу;
- недостатнє теоретичне та емпіричне обґрунтування критичних точок (чи інтервалів) для окремих фінансових індикаторів, як наслідок, довільність фіксування нормативних значень фінансових показників;
- суб'єктивність формування вибірки показників, які підлягають аналізу та не врахування критерію мультиколінеарності;
- неврахування (або суб'єктивність врахування) факту різної вагомості впливу окремих показників на загальні результати аналізу;
- ігнорування показників, які розраховуються на базі чистого грошового потоку.

В доповнення до окреслених недоліків традиційного підходу до фінансової діагностики можна констатувати, що у науково-практичних розробках вітчизняних економістів недостатня увага приділяється вартісно-орієнтованим фінансовим показникам, які розраховуються на основі інформації внутрішнього управлінського обліку та на базі сигналів, які надсилаються ринком капіталів.

Обґрунтовуючи критичне (чи нормативне) значення окремих показників фінансового стану багато російських та вітчизняних авторів невинувато посилаються на зарубіжний досвід інтерпретації того чи іншого показника. Це є некоректним, оскільки фінансові параметри як загальної сукупності так і середнього вітчизняного підприємства значно відрізняються від аналогічних показників західних підприємств. Що стосується врахування галузевої специфіки, то багатьма авторами пропонується порівняння окремих показників із середньогалузевими значеннями. Однак, середньогалузеве значення показника не може слугувати як критичне чи оптимальне, оскільки показує лише середньоарифметичну величину, яка не враховує різну питому вагу підприємств, що мають значення показників вище та нижче від середньогалузевих [9, с.250].

Через прояв зазначених недоліків фінансова діагностика з використанням традиційних методів аналізу не відіграє основної своєї функції – зменшення інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин. Підтвердженням цього висновку є статистичні дані щодо високого рівня простроченої кредиторської та дебіторської заборгованості вітчизняних підприємств, несплати відстрочених податкових платежів, настання гарантійних випадків у разі надання державних гарантій. Таким чином, фінансова діагностика досить часто не сприяє зменшенню інформаційної асиметрії та прийняттю найкращих рішень.

Проблема полягає також у тому, що в результаті використання традиційних методів оцінки кредитоспроможності та діагностики фінансового стану окремі позичальники (чи об'єкти інвестицій) оцінюються як некредитоспроможні чи інвестиційно непривабливі, хоча насправді у змозі генерувати грошові потоки, достатні для виконання своїх грошових зобов'язань, а також створювати додану вартість. У цьому випадку мова йде про витрати втрачених можливостей для капіталодавців. Втрачена вигода від помилково ненаданих кредитів (чи не здійснених інвестицій) ніким не оцінюється [11, с.14]. Можна стверджувати, що одним із завдань ефективної фінансової діагностики є оптимізація фінансових рішень, спрямованих як на недопущення не вигідного вкладання ресурсів (запобігання прямих втрат), так і на мінімізацію непрямих витрат, зумовлених втраченими можливостями.

На завершення аналізу методичних підходів до фінансової діагностики слід відмітити тенденцію щодо посилення ролі інструментів контролінгу у здійсненні аналітичних процедур. Тут ми спостерігаємо зворотній зв'язок: з одного боку, фінансова діагностика є інструментом контролінгу, а з іншого – контролінг, завдяки окремим інструментам, що йому притаманні, сприяє оптимізації процесу фінансової діагностики. Для цілей удосконалення методів фінансової діагностики можуть використовуватися такі функціональні інструменти контролінгу як планування та прогнозування. Окрім цього, підвищенню ефективності результатів діагностики сприятиме використання вартісного підходу, який також є продуктом фінансового контролінгу. Відомий німецький фахівець у галузі контролінгу П.

Хорвач підкреслює, що фінансові показники є класичним інструментом контролінгу [65, с.24]. Саме тому, контролер на більшості підприємств є найважливішим «постачальником» фінансових показників [27, с.24].

Фінансові служби сучасного підприємства мають у своєму розпорядженні численні методики та науково-практичні розробки, які обґрунтовують розрахунок численних показників фінансового стану. Зазначені показники можна інтерпретувати як внутрішній інформаційний продукт контролінгу. Проблема, однак, полягає в тому, як вибрати із розмаїття показників саме ті, які необхідні для прийняття фінансових рішень та підібрати оптимальний метод їх аналізу та інтерпретації. Емпіричні дослідження показують, що класичні користувачі результатів фінансової діагностики (менеджмент, кредитори, інвестори), як правило залишаються незадоволеними інформацією, яку поставляють фінансові аналітики. Користувачі фінансової інформації потребують мінімальну кількість показників, які, водночас мають бути інформаційно значущими та достатньо обґрунтованими.

### 1.3. Вітчизняний та зарубіжний досвід діагностики фінансового стану

В Додатку В наведено перелік методик оцінки фінансового стану підприємства, які репрезентують підходи до фінансової діагностики. Аналіз зазначених методик дозволяє виявити багато спільних рис і певні відмінності. На прикладі показників рентабельності та прибутковості й платоспроможності проведемо паралелі між методиками шляхом виділення тотожних та аналогічних показників. В таблиці. 1.2. наведено зіставлення показників рентабельності та прибутковості, передбачені різними методиками оцінки фінансового стану. Прибутковість підприємства оцінюється наявністю і розмірами прибутку від основної реалізації та чистого прибутку, а також показниками рентабельності продажів, активів, власного капіталу, основної діяльності.



Таблиця 1.2

Показники рентабельності та прибутковості, передбачені методиками  
оцінки фінансового стану

Показники фінансового стану	Алгоритм розрахунку	Методики, представлені в додатку В								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.Рентабельність продукції (продажів)	Чистий прибуток від реалізації/ Чиста виручка	X	X	X	X	X		X	X	X
2. Рентабельність активів (майна)	Чистий прибуток/ Сума активів (середня)	X	X	X	X	X	X	X		X
3. Рентабельність власного капіталу	Чистий прибуток/ Власний капітал		X	X					X	
4. Рентабельність основної діяльності	Чистий прибуток/ Собівартість реалізованої продукції		X			X				
5. Період окупності власного капіталу	Середня величина ВК/ Чистий прибуток			X						
6.Рентабельність активів за вільним грошовим потоком	Чистий рух коштів від операційної та інвестиційної діяльності / валюта балансу								X	

де X – ознака наявності показника в методиці

Наступна група показників аналізу фінансового стану, які найчастіше зустрічаються у вітчизняних методиках - це показники оцінки ліквідності, платоспроможності та структури капіталу. Ліквідність пов'язана з платоспроможністю і розглядається як можливість підприємства оплачувати свої борги, і в кінцевому результаті – мати ринкову вартість, яка більша за витрати на створення вартості. Дана характеристика важлива для кредиторів та інвесторів так як вона показує "запас стійкості" підприємства. Тому визначення ліквідності - необхідний елемент кредитоспроможності та фінансової діагностики підприємства, який дозволяє встановити чи достатньо засобів у даного суб'єкта для своєчасного і повного розрахунку зі своїми вже існуючими кредиторами (банками, контрагентами тощо), учасниками та акціонерами і наскільки велика вірогідність того, що ця здатність не погіршиться при потенційному збільшенні кількості кредиторів. Перелік основних показників цієї групи та ступінь їх використання в різних методиках наведено в табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Показники платоспроможності та фінансової стійкості, передбачені різними методиками фінансової діагностики

Показники фінансового стану	Алгоритм Розрахунку	Методики, представлені в додатку В								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	<u>Поточні активи</u> Поточні зобов'язання	X	X	X	X	X	X	X	X	X
2. Проміжний коефіцієнт покриття (швидкої ліквідності)	<u>Монетарні ОА</u> Поточні зобов'язання	X	X	X	X	X		X		X
3. Коефіцієнт абсолютної ліквідності	Грошові кошти та їх еквіваленти/ Поточні зобов'язання	X	X	X	X	X		X		
4. Робочий капітал	Поточні активи - поточні зобов'язання		X	X						
5. Показник поточної неплатоспроможності	Високоліквідні активи - поточні зобов'язання						X			
5. Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами	<u>Робочий капітал</u> Оборотні активи	X		X	X		X			
6. Коефіцієнт маневреності власного капіталу	<u>Робочий капітал</u> Власний капітал		X	X	X	X		X		
7. Коефіцієнт мобільності активів	<u>Монетарні ОА</u> Необоротні активи				X					X
8. Коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості	Дебіторська заборгованість/ позичковий капітал				X					

Таблиця 1.3. (продовження)

Показники фінансового стану	Алгоритм Розрахунку	Методики, представлені в додатку В								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
9. Коефіцієнт простроченої дебіторської заборгованості	Прострочена дебіторська заборгованість/ сума дебіторської заборгованості					X				
10. Коефіцієнт простроченої кредиторської заборгованості	Прострочена кредиторська заборгованість/ сума кредиторської заборгованості					X				
11. Коефіцієнт заборгованості	<u>Позичковий капітал</u> Власний капітал		X	X	X	X		X		
12. Коефіцієнт незалежності	<u>Власний капітал</u> Валюта балансу		X	X	X				X	X
13. Коефіцієнт відношення чистого грошового потоку до позичкового капіталу	<u>Чистий грошовий потік/позичковий капітал</u>								X	

де X – ознака наявності показника в методиці

Аналізуючи цю групу показників слід звернути увагу на показник власних оборотних засобів або робочий капітал (різниця між оборотними активами підприємства та його короткостроковими зобов'язаннями). Цей показник в абсолютному виразі характеризує той же самий параметр, що і коефіцієнт покриття. Він показує частину оборотних активів, яка фінансується за рахунок власних коштів та довгострокових зобов'язань. У разі якщо в підприємства є власні оборотні засоби, воно в змозі не лише сплатити свої поточні борги, але має кошти для розширення своєї діяльності.

З попередніх двох таблиць видно, що багато авторів використовують схожі та ідентичні показники.

Важливими в наш час є методики багатofакторного дискримінантного аналізу. Наведемо приклад вітчизняного такого методичного підходу на прикладі «Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями». [34]

Спершу обирається модель розрахунку інтегрального показника. Моделі розрахунку інтегрального показника боржника – юридичної особи для великого або середнього підприємства представлені в таблиці Г.1 Додатку Г.

Модель розрахунку інтегрального показника боржника - юридичної особи обирається залежно від виду його економічної діяльності, визначеного на підставі наданого ним розшифрування даних форми № 2 “Звіт про фінансові результати” (графа 035) або форм № 2-м (№ 2-мс) “Звіт про фінансові результати” (графа 030) річної фінансової звітності боржника - юридичної особи за останній звітний період щодо структури доходів

Фінансові коефіцієнти обираються з таблиць Г.2 та Г.3 додатку Г. Якщо під час розрахунку фінансового коефіцієнта знаменник формули дорівнює нулю, то під час розрахунку інтегрального показника береться значення фінансового коефіцієнта, що дорівнює 1 (за винятком фінансових коефіцієнтів  $K_5$ ,  $K_6$ ,  $K_7$ , , за якими береться значення, що дорівнює 0). Якщо знаменник коефіцієнта  $K_5$  дорівнює нулю або має від’ємне значення, то для розрахунків береться значення коефіцієнта, що дорівнює нулю. Під час розрахунку фінансових коефіцієнтів  $K_5$ ,  $K_8$ ,  $K_9$ ,  $K_{10}$  на підставі квартальної звітності, у тому числі з метою врахування сезонності та циклічності, здійснюється приведення показників форми № 2 (№ 2-м або № 2-мс ) “Звіт про фінансові результати” до річного виміру.

Приведення показників до річного виміру здійснюється в такий спосіб:

а) коригуванням квартальних показників форми № 2 (№ 2-м або № 2-мс) “Звіт про фінансові результати” на коефіцієнт зіставності ( $4/N$ , де  $N$  – порядковий номер останнього звітного кварталу), або

б) за методом ковзної річної суми з урахуванням останнього звітного періоду та останнього звітного року, або

в) з використанням іншого методу, що забезпечує приведення показників до річного виміру. У разі використання банком іншого методу приведення показників до річного виміру похибка отриманих результатів від його застосування не повинна бути більшою, ніж 10% від значень показників, отриманих у результаті застосування будь-якого з методів, наведених вище.

У разі використання даних річної звітності приведення показників до річного виміру не здійснюється.

В залежності від значення отриманого інтегрального показника визначається клас аналізованого підприємства на основі таблиці Г.4 Додатку Г.

Проведений вище аналіз засвідчує, що особливістю вітчизняної практики фінансової діагностики є обмежені можливості використання ринкової інформації щодо вартості корпоративних прав. Дані щодо вартості підприємства можна отримати лише за результатами експертного оцінювання за спеціальним замовленням, що у свою чергу суттєво підвищує витрати, пов'язані з аналізом (витрати моніторингу). Отож, практично всі вітчизняні методики не передбачають використання показників вартості залучення капіталу, вартості підприємства та його корпоративних прав.

## Висновки до першого розділу

1. Фінансова діагностика – це процес ідентифікації якості фінансового стану підприємства та визначення чинників, які впливають (чи вплинули) на покращення чи погіршення фінансових параметрів суб'єкта господарювання. Економічна природа та цілі аналізу фінансового стану, діагностики банкрутства та оцінки кредитоспроможності підприємства в цілому є ідентичними. Виходячи з єдності методичних прийомів, основних функцій та завдань згаданих видів процедур їх доцільно об'єднати під узагальнюючою назвою „фінансова діагностика”.

2. Метою фінансової діагностики є інформаційне забезпечення управлінських рішень на основі оцінки майбутньої спроможності підприємства генерувати грошові потоки для виконання своїх зобов'язань, отримувати прибуток та створювати додану вартість, а також виявлення слабких сторін чи додаткових можливостей. В рамках реалізації зазначеної мети фінансова діагностика виконує такі основні функції: функція зменшення інформаційної асиметрії між особами, відповідальними за прийняття фінансових рішень та об'єктом управління; функція прогнозування фінансового стану; функція ідентифікації слабких (сильних) сторін підприємства.

3. Особливості методик та моделей фінансової діагностики у значній мірі визначаються інформаційними потребами користувачів результатів діагностики. Залежно від ситуації прийняття фінансових рішень доцільно виокремити внутрішню (забезпечується контролінгом чи іншими аналітичними службами підприємства) та зовнішню (здійснюється рейтинговими агенціями незалежними аудиторами, фінансовими аналітиками та посередниками, банками) діагностику фінансового стану. Найважливішими користувачами результатів внутрішньої діагностики є керівництво підприємства, менеджмент лінійних підрозділів, власники крупних пакетів корпоративних прав. Адресатами зовнішньої діагностики здебільшого є потенційні інвестори, акціонери, кредитори, органи держаної влади, а також менеджмент підприємства. Зовнішня діагностика є

інструментом зменшення інформаційної асиметрії між підприємством, яке є об'єктом вкладення капіталу та капіталодавцями.

4. Роль фінансової діагностики у зменшенні інформаційної асиметрії, а також пріоритетне місце інформаційного забезпечення в системі функцій контролінгу дозволяють віднести фінансову діагностику до числа ключових функціональних інструментів контролінгу. Результати діагностики слугують інформаційною підтримкою прийняття управлінських рішень в галузі фінансового та комерційного кредитування, інвестування, аквізицій, реорганізації, диверсифікації діяльності тощо. Під контролінгом слід розуміти систему інформаційної підтримки управлінських рішень на основі використання сукупності методів та процедур з фінансової діагностики, методичного та консультаційного забезпечення, а також щодо координації планування, обліку, контролю та ризик-менеджменту.

5. У процесі організації аналітичної роботи на підприємстві домінуючі позиції має займати фінансовий контролінг. Контролер має бути постачальником фінансової інформації та показників для прийняття фінансових рішень. Окрім цього він має здійснювати обробку не фінансових показників та включати їх у відповідний звіт поряд із фінансовими показниками. Для цілей удосконалення методів фінансової діагностики можуть використовуватися такі функціональні інструменти контролінгу як планування, прогнозування, управлінський облік.

## РОЗДІЛ 2

## АНАЛІЧНИЙ БАЗИС ОЦІНКИ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ПІДПРИЄМСТВА

## 2.1. Загальна характеристика фінансово-господарської діяльності підприємства

Аналізуючи актив балансу, слід зазначити, що за даним показником спостерігається динаміка щодо його зростання, проте лише до 2017 року.

Як на збільшення, так і на зменшення активу балансу впливають ряд складових показників, які наведені в фінансовій звітності банку.

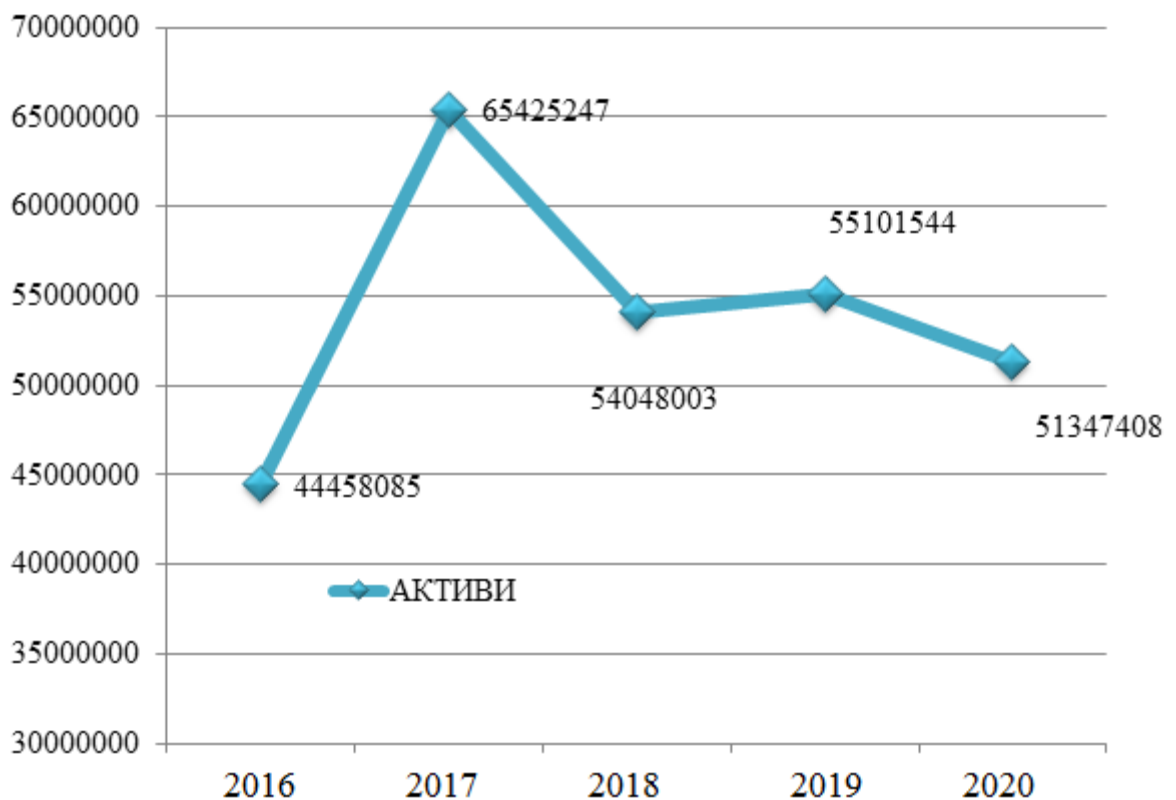


Рис. 2.1. Зміна активу балансу ПАТ «Райффайзен Банк Аваль» за 2016-2020 рр., тис. грн.

Таким чином, за результатами проведеного аналізу можна стверджувати, що за фактичної відсутності кредитування та слабкої економічної активності клієнтів у посткризовий період, банку вдалося поступово відновити нормальну діяльність і отримати позитивний фінансовий результат. Головними факторами прибуткової



діяльності банку у 2020 році стали висока динаміка нарощування працюючого кредитного портфеля та ефективні заходи по підтримці ліквідності. Отже, 2020 рік довів, що гнучкість та ефективність побудованої в «РБА» моделі продажів дозволяє оперативно реагувати на зміни внутрішнього та зовнішнього середовища, на що вказує суттєве ослаблення валютного ризику для банку (завдяки активній конвертації в гривню кредитів в іноземній валюті) та збільшення комісійного результату та кросс-сейлінгу (перехресних продажів) в умовах обмеженого ринку на фоні зростаючого демпінгу з боку конкурентів (особливо це стосується валютних та готівкових операцій).

## 2.2. Методика та специфіка рейтингування підприємства

Рейтинг - це важливий інформаційно-аналітичний продукт, який формується у результаті діагностики усіх аспектів фінансово-господарської діяльності підприємств і є оцінкою спроможності позичальника чи об'єкта інвестування виконувати свої зобов'язання. Термін «рейтинг» походить від англійського дієслова «to rate», що означає «оцінювання». В економіці під рейтингом розуміють виражений через спеціальні символи (або поєднання певних символів за заздалегідь встановленою шкалою) висновок спеціалізованих інститутів (рейтингових агентств) щодо економічної спроможності, правових підстав та моральної готовності суб'єкта господарювання своєчасно та у повному обсязі виконувати платіжні зобов'язання [57, с. 262].

Результати рейтингування підприємств, зокрема, можуть використовуватися в таких випадках:

- у разі прийняття рішень щодо вкладання коштів в облігації та деякі інші фінансові інструменти;

- у процесі оцінки кредитоспроможності банками позичальників та управління кредитними ризиками банків;
- у ході прийняття рішень підприємствами у процесі реалізації політики комерційного кредитування та управління дебіторською заборгованістю.

В умовах інформаційної асиметрії на ринках капіталів рейтинг підприємства слід розглядати як інструмент подачі сигналів щодо характеристик об'єкта вкладення ресурсів. Таким чином, рейтинг виконує функцію зменшення інформаційної асиметрії. Широко відомою є теза про те, що необхідність впровадження рейтингових послуг викликається потребами учасників ринку щодо отримання адекватної інформації про наявність кредитних ризиків під час фінансування дебіторів – суб'єктів господарювання та під час операцій з борговими цінними паперами [21, с. 118]. Основною причиною, що зумовлює компанії витратити кошти на зменшення інформаційної асиметрії є прагнення одержання доступу до дешевих ринків капіталів.

Рейтинги надають аналітичну інформацію як про кредитні так і про інвестиційні ризики. Достатній рейтинг інвестиційної спроможності забезпечує стабільне фінансування підприємства. Рейтинги необхідні для визначення місця аналізованого підприємства на ринках та оцінки загальної економічної ситуації в регіоні чи країні в цілому для оптимізації управлінських рішень користувачів інформації.

Враховуючи вищевикладене сформуємо основні переваги рейтингового підходу до фінансової діагностики підприємств. Наявність сприятливого рейтингу дозволяє підприємству:

- зменшити вартість залучення капіталу;
- збільшити обсяги залучення фінансових ресурсів;
- привернути увагу до підприємства з боку інвесторів;
- подати сигнал щодо надійності свого фінансово-господарського становища не розголошуючи при цьому конфіденційної інформації;
- диверсифікувати джерела залучення фінансових ресурсів;
- підвищити свій імідж, фінансову репутацію та покращити кредитну історію.

Світовими лідерами у надання рейтингових послуг є такі рейтингові компанії як FitchRating, Moody's Rating, Standard & Poor's. Згадані компанії в основному займаються аналізом крупних підприємств. Досить відомими рейтинговими агентствами, які спеціалізуються переважно на аналізі середніх за розмірами підприємств є Creditreform Rating, EuroRatings AG, HERMES Rating, HVB Rating Advisory, RS Rating Services AG, URA Rating AG. Шкала інтерпретації рейтингів, які присвоюються провідними рейтинговими агенціями наведена в таблиці 2.6.

Вивчення практики рейтингування підприємств рейтинговими агентствами, банками, іншими фінансовими установами дозволяє констатувати, що зазначені суб'єкти рейтингування користуються здебільшого власними „закритими” методиками визначення кредитних рейтингів. У цьому контексті виникає методична проблема, пов'язана з відсутністю відкритого та адаптованого до вітчизняного середовища методичного підходу, який би давав змогу провадити оцінку якості та моніторинг кредитного рейтингу самими підприємствами-емітентами, фінансовими аналітиками, кредитними інститутами та інвесторами.

Таблиця 2.6

Інтерпретація рейтингів, що присвоюються рейтинговими агенціями Moody's Rating, Standard & Poor's

Рівень	Standard & Poor's	Moody's Rating	Оцінка
ІНВЕСТИЦІЙНИЙ	AAA	Aaa	Найвищий рівень спроможності виконувати зобов'язання та найменша ймовірність дефолту
	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Високий рівень спроможності виконувати зобов'язання
	A+ A A-	A1 A2 A3	Вище середнього рівень спроможності виконувати зобов'язання, однак існують окремі недоліки в економічному розвитку
	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Достатній рівень спроможності виконувати свої зобов'язання, однак недостатній рівень захисту щодо можливих ризиків економічної діяльності
СПЕКУЛЯТИВНИЙ	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Спекулятивні вкладення. Помірна здатність до виконання зобов'язань. Високий рівень залежності від актуальних тенденцій економічного розвитку.
	B+ B B-	B1 B2 B3	Спекулятивні вкладення з недостатнім рівнем спроможності щодо сплати відсотків у довгостроковому періоді.
	CCC	Caа	Високий спекулятивний рівень. Небезпека

			припинення виконання зобов'язань та дефолту
	СС	Са	Високий спекулятивний рівень. Висока ймовірність дефолту.
	С	С	Дуже високий спекулятивний рівень
	D	-	Максимально високий спекулятивний рівень. Дефолт.

Питання методології рейтингування підприємств та організацій слід досліджувати у двох аспектах. По-перше, необхідно визначити порядок та послідовність роботи з одержання рейтингу компаніями-претендентами. По-друге, слід здійснити наукове обґрунтування методики присвоєння рейтингу зовнішнім рейтинговим агентством, банком чи самим підприємством.

Зупинимося спочатку на порядку одержання рейтингу окремим підприємством, якщо воно звертається до послуг незалежної рейтингової компанії. Оптимізація процесу отримання рейтингу забезпечує зменшення витрат на рейтинг та його максимізацію. При цьому слід розуміти, що у процес отримання рейтингу мають бути залучені провідні топ-менеджери підприємства, у тому числі безпосередній керівник. Перш ніж розпочати відповідні процедури керівництво має чітко розуміти мету рейтингування, зміст та переваги, які отримає підприємство за його результатами.

Перший етап рейтингування полягає у виборі рейтингового агентства. Вибір залежить від мети отримання рейтингу, передбачуваних його адресатів, а також від фінансових можливостей підприємства. У процесі рейтингування слід мати на увазі, що досить часто інвестори вимагають, щоб емітенту (чи відповідним борговим зобов'язанням) було присвоєно рейтинги декількох агентств. У разі, якщо користувачами рейтингової інформації є учасники міжнародних ринків капіталів, доцільно скористатися послугами міжнародних рейтингових агентств (FitchRating, Moody's Rating, Standard & Poor's). Якщо ж необхідність отримання рейтингу передбачена вітчизняними нормативними актами, які регулюють відносини на внутрішніх фінансових ринках, то можна звернутися до уповноважених вітчизняних рейтингових агентств (Кредит-рейтинг тощо). Слід також враховувати, що витрати на отримання рейтингу за національною шкалою є в 2-3 рази меншими, ніж послуги провідних рейтингових агентств. Окрім цього,

на міжнародному рівні всі рейтинги українських емітентів обмежені рівнем суверенного рейтингу України.

Після звернення до відповідного рейтингового агентства призначається команда аналітиків, яка складається із представників агентства.

Другий етап полягає у підготовці та здійсненні рейтингової презентації. Презентаційні матеріали формуються враховуючи схему та перелік питань, які надані рейтинговим агентством. Як правило, презентація є досить об'ємною (до ста сторінок тексту) та включає в себе інформацію щодо історичного розвитку компанії, її стратегію, позиціонування на ринках тощо. Рейтингова презентація подається на розгляд агентству разом із підтверженою аудитором фінансовою звітністю. При цьому важливою умовою є надання звітності за останні три роки, яка складена у відповідності до міжнародних стандартів. В рамках оптимізації рейтингів консалтингові компанії пропонують послуги з оптимізації показників звітності.

Третій етап полягає у зборі та систематизації інформації про підприємство з боку рейтингового агентства. На цьому етапі відбувається зустріч фінансових аналітиків з керівництвом підприємства, основними власниками та провідними менеджерами. На основі відповідей представників підприємства на питання аналітиків останні роблять висновки про якість менеджменту та інші якісні параметри діяльності підприємства.

Четвертий етап зводиться до обробки працівниками рейтингового агентства зібраної інформації про підприємство (рейтинговий аналіз). Аналіз включає в себе оцінювання кількісних та якісних показників діяльності підприємства за наявною в агентства методикою. На основі аналізу розробляється проект висновків щодо кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємства. Зазначений проект спрямовується керівництву підприємства для коментаріїв, поправок та уточнень. Після цього висновки щодо рейтингової оцінки заслуховуються на рейтинговому комітеті агентства з відповідним прийняттям рішення.

П'ятий етап є заключним і полягає в інформуванні підприємства про рівень присвоєного йому рейтингу. Це відбувається у формі надання прес-релізу з присвоєним рейтингом. Публікація рейтингу в засобах масової інформації

здійснюється за згоди підприємства-замовника рейтингу. Це означає, що агентство може забезпечити конфіденційність інформації про рейтингову оцінку. Так, за підрахунками аналітиків журналу „The Economist”, у світовій практиці близько третини усіх компаній є незадоволені своїм рейтингом, а отже, не бажають його оприлюднювати. За інформацією агентства „Кредит-рейтинг”, в Україні таких близько 5 відсотків.

У разі необхідності, з метою підтримання рейтингу здійснюється його моніторинг. Протягом строку дії відповідної угоди агентство замовляє додаткову інформацію у клієнта та здійснює процедуру оновлення рейтингу.

Аналіз практики діяльності рейтингових агентств показує, що процедура рейтингової оцінки, як правило, триває від 6 до 8 тижнів. Основним чинником, який впливає на швидкість рейтингового аналізу є здатність замовника підготувати необхідні для проведення рейтингової оцінки матеріали та відповіді на питання, які поставлені фінансовими аналітиками.

Звертаємо увагу на те, що останнім часом на практиці все більше нарікань виникає до рівня об'єктивності рейтингових оцінок. У цьому контексті актуальним є завдання удосконалення методик збору та обробки інформації для присвоєння рейтингу. Питання обґрунтування адекватних підходів до побудови моделей рейтингової оцінки не знайшло свого однозначного вирішення ні у вітчизняній, ні у зарубіжній економічній науці. Між тим як для зовнішнього рейтингування, так і для внутрішньої рейтингової оцінки непересічного значення набувають питання розробки та імплементації якісних методик рейтингування. Окремі автори, зокрема Лисенко Ю., виокремлюють п'ять етапів розробки методики обчислення рейтингу:

1. Відбір необхідної інформації про фінансовий стан підприємства.
2. Підбір набору показників для здійснення рейтингового оцінювання.
3. Здійснення статистичного та динамічного аналізу показників досліджуваного підприємства.
4. Здійснення порівняльного аналізу показників досліджуваного підприємства з еталонними значеннями.
5. Визначення рейтингу підприємства.

Таке визначення порядку розробки методики рейтингової оцінки є досить спрощеним і фактично нічим не відрізняється від традиційних методик оцінки фінансового стану. Сам автор цього підходу зазначає, що кроки 1-4 являють собою стандартну схему аналізу фінансово-економічної діяльності підприємства, а п'ятий етап забезпечується на основі використання експертних методів і являє собою стандартну задачу класифікації економічних суб'єктів [26, с. 85]. Водночас, невирішеною залишається проблема так званих „еталонних значень” показників та „ключа інтерпретації.” Отже, окреслений підхід не відповідає сучасним вимогам фінансово-економічного управління.

Наше бачення вирішення проблематики розробки методики рейтингового оцінювання полягає в такому. Для розробки методики рейтингування слід вирішити такі питання:

- визначення обсягу та каналів збору інформації для формування рейтингу;
- формування переліку показників, які є значимими для рейтингової оцінки;
- вибір адекватних методів обробки інформації, розрахунку та інтерпретації узагальнюючого показника.

Результати проведеного автором дослідження чисельних методик та систем рейтингової оцінки показують, що рейтингування – це процес постійної оптимізації джерел, каналів та інструментів збору аналітичної інформації з одного боку, та удосконалення статистичних моделей обробки інформації – з іншого.

Центральна проблема рейтингування пов'язана із необхідністю накопичення достатнього обсягу первинної інформації для здійснення аналітичних процедур. Перехід на рейтингову систему оцінювання кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємств потребує від них суттєвих змін в інформаційно-комунікаційній політиці. Оскільки інформація, яка надається для оцінки підприємств за традиційними методами є недостатньою для присвоєння рейтингу. Рейтинг можна інтерпретувати як інструмент оцінки довіри до компанії. Саме тому рейтингова система оцінювання потребує підвищення рівня транспарентності діяльності підприємства.

Рейтинги базуються на відомостях (зокрема на даних звіту аудитора), що подаються об'єктом оцінки, і публічній інформації про об'єкт оцінки та

середовище його діяльності. Рейтингова оцінка суб'єктів господарювання включає в себе якісний та кількісний аналіз результатів його фінансово-господарської діяльності, відповідність законодавству, оцінку стратегії розвитку суб'єкта, його конкурентоспроможності та становище на ринку, кваліфікації персоналу, виробничих технологій. У структурно-логічному вигляді джерела інформації для рейтингування підприємств наведені у формі структурно-логічної схеми на рис. 2.5.

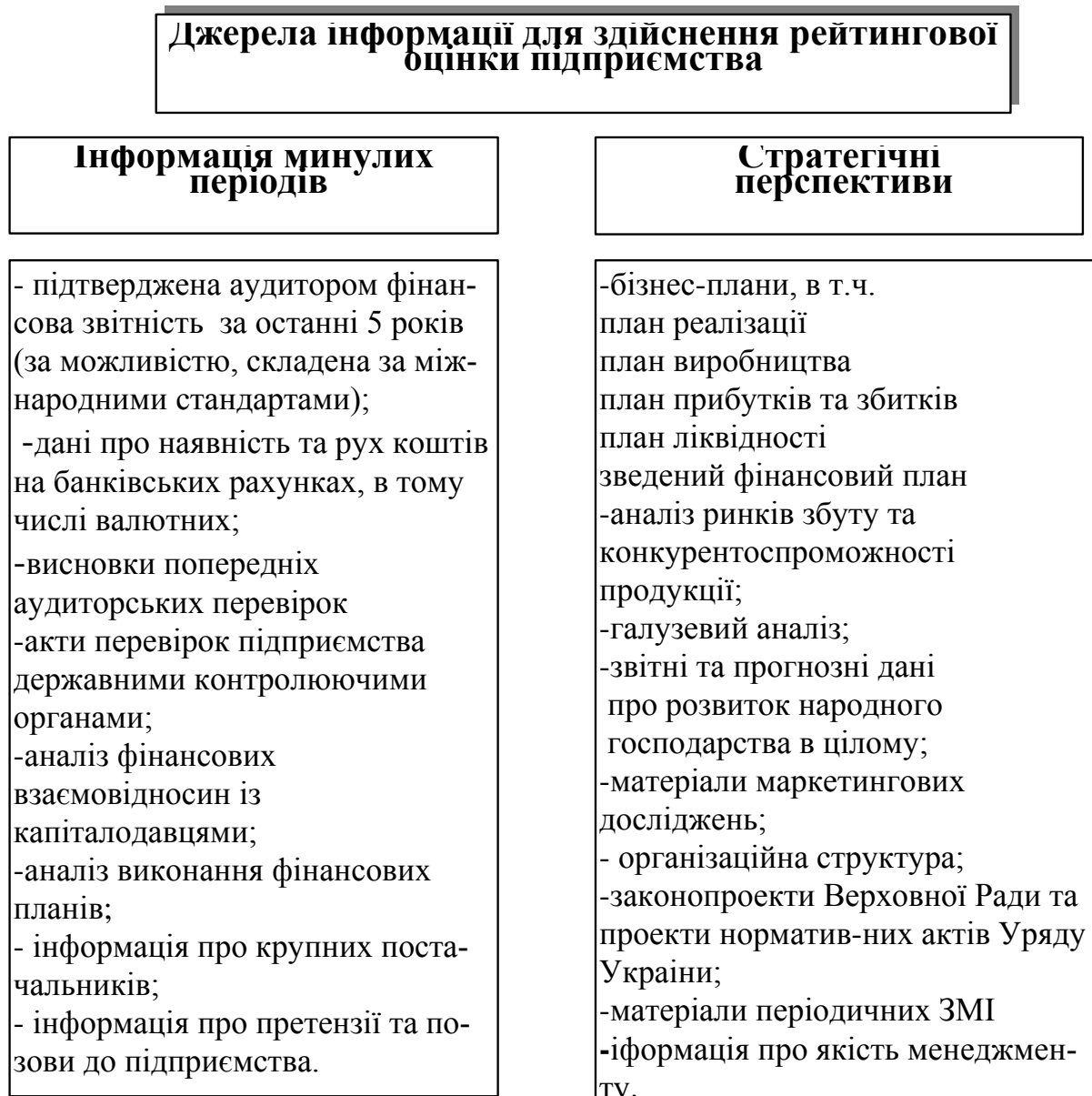


Рис. 2.5. Джерела інформації для рейтингування підприємств

Можна виокремити чотири основні категорії джерел інформації для рейтингування:



- фінансова звітність та фінансовий стан підприємства;
- інформація про ситуацію підприємства на ринках;
- якісні оціночні критерії;
- публічна оціночна інформація.

Під час проведення аналізу фінансового стану доцільно дослідити показники фінансової звітності компанії щонайменше за п'ять останніх років. Оцінюється також якість планування, обліку та моніторингу фінансової діяльності. Вивчаються основні показники фінансового стану: структура капіталу, ліквідність, платоспроможність, рентабельність, динаміка дебіторської та кредиторської заборгованості. У процесі аналізу операційних ризиків суб'єкта господарювання слід оцінити його здатність раціонально управляти фінансами. Проводиться оцінка виробничих потужностей, ресурсної бази, а також виробничих ризиків суб'єкта господарювання на підставі результатів аналізу показників його прибутковості та фінансової стійкості, розподілу грошових потоків, потреби в інвестиціях. Аналізується також порядок ведення бухгалтерського та податкового обліку, ефективність управління рухом коштів від операційної, фінансової та інвестиційної діяльності.

Недоліком практики рейтингової оцінки в Україні та в Росії є те, що в основі методик рейтингової оцінки покладені традиційні показники фінансового стану підприємств та їх теоретично достатні значення, наприклад, показники забезпечення запасів власними оборотними коштами, поточної ліквідності, фінансової незалежності [70, с. 67]. Об'єктивність рейтингів має забезпечуватися використанням економетричних методів обробки інформації та скорингових моделей. Без використання статистичних методів практично неможливо об'єктивно оцінити значимість окремих індикаторів, що впливають на рейтинг підприємства та їх вагу в загальній оцінці.

Слід підкреслити, що об'єктивність рейтингу визначається не лише кількісними показниками, а й якісними критеріями. Група аналітиків з присвоєння рейтингу значної уваги має приділяти суб'єктивним експертним оцінкам якісних параметрів діяльності підприємства. До таких параметрів слід віднести ситуацію підприємства на ринках капіталів, збуту продукції та

придбання факторів виробництва, якість менеджменту, систем контролінгу та корпоративного управління тощо.

Важливим інформаційним блоком для здійснення рейтингової оцінки є відомості щодо конкурентних позицій підприємства. При цьому визначається ступінь галузевих ризиків суб'єкта господарювання з вивченням перспектив розвитку відповідної галузі, її конкурентоспроможності, циклів ділової активності, ефективності державного регулювання. Аналізуються основні параметри найважливіших сегментів ринку (його обсяг та структура, характер попиту), структура галузі (кількість конкурентів та розподіл ринку між ними), механізм ціноутворення в галузі, диференціація продукції (робіт, послуг), експортний потенціал. У процесі визначення галузевих ризиків аналізується ефективність державного регулювання галузі, оцінюється порядок ліцензування діяльності суб'єкта господарювання, наявність пільг та державного регулювання цін, стандартів якості продукції (робіт, послуг). Тут же аналізуються державні цільові програми та договори суб'єкта господарювання, здатність їх виконувати, ризиковість господарської діяльності.

Здійснюючи рейтингове дослідження експерти мають також оцінити інформацію щодо філософії менеджменту, стратегічних цілей, ефективності організаційної структури та інших якісних оціночних критеріїв. У процесі проведення оцінки організаційно-правової структури підприємства аналізується ефективність корпоративного управління, характер відносин між власниками і менеджментом та з органами державної влади, а також відповідність його діяльності законодавству. Проводиться оцінка кваліфікації працівників, систем оплати та мотивації праці, роботи підрозділів і осіб, відповідальних за кожний з напрямів діяльності. Під час аналізу проводиться оцінка відповідності діяльності пов'язаних юридичних осіб та партнерів суб'єкта господарювання, характеру відносин між ними. Необхідним елементом рейтингової оцінки підприємства є оцінка якості корпоративного управління. У цьому контексті оцінюються інформаційні технології, що використовує суб'єкт, прозорість та відкритість його діяльності, порядок оприлюднення інформації про її результати, ефективність систем контролю. У разі, якщо присвоєнням рейтингу займається незалежне

рейтингове агентство, то підприємство, яке оцінюється має підготувати так звану рейтингову презентацію.

У відповідності до законодавства України, рейтинг може бути відкликаний (див. додаток Е), якщо позичальник не подає уповноваженому агентству інформацію, необхідну для поновлення рейтингу, або з інших причин. У цьому зв'язку слід розмежовувати рейтингування на замовлення окремих підприємств, яке здійснюється з використанням внутрішньої інформації, так і вибіркоче рейтингування з ініціативи рейтингових агентств, яке здійснюється на основі зовнішніх джерел інформації. Якщо рейтинг визначається лише на основі публічної інформації про об'єкт оцінки, до його значення додається позначка "рі". Мова йде про так звані безкоштовні рейтинги. Ряд експертів вважає, що рейтинги, присвоєні з ініціативи рейтингових агентств можуть мати вищий ступень довіри, ніж ті, які визначаються на замовлення емітентів[57, с. 263].

Аналіз рейтингової діяльності міжнародних компаній показує, що провідні гравці на ринку рейтингових послуг поступово відмовляються від практики безплатного рейтингування. За даними журналу „The Economist” компанія Moody’s Rating майже повністю відмовилась від такої практики. Агентство Standard & Poor’s на безоплатній основі присвоює менше 1% всіх рейтингів, а FitchRating – близько 5%. Що стосується українських підприємств, то за відсутності довіри до відкритої інформації рейтингові агентства практично не виставляють рейтинги на основі публічної інформації. Окремі вітчизняні агентства все ж виставляють рейтинги з позначкою „рі”. Однак це стосується передусім банків, оскільки вони є більш відкритими організаціями порівняно з іншими. Таким чином, можна зробити висновок, що отримати публічний (безкоштовний) рейтинг можуть лише ті підприємства, які забезпечують високий рівень транспарентності своєї діяльності та за умови існування довіри до публічної інформації.

Аналізуючи рейтинги, які характеризують кредитоспроможність та інвестиційну привабливість підприємств слід враховувати, що в практиці присвоєння рейтингів на замовлення компаній не рідкістю є випадки, коли рейтинги не публікуються. Така ситуація спостерігається у тому разі, коли

значення рейтингу не задовольняє замовника. Учасники ринку у цьому разі не мають жодної інформації про результати рейтингової оцінки. Саме цією обставиною ми пояснюємо ситуацію, коли більшість підприємств оперує інформацією про покращення своїх рейтингів. Водночас, досить рідко зустрічаємо інформацію щодо погіршення рейтингів компаній.

Особливістю внутрішнього рейтингування є те, що для здійснення оцінок залучаються планові розрахунки, наявні на підприємстві, а також у більшій мірі (порівняно із зовнішнім рейтингуванням) використовуються якісні критерії.

Для побудови ефективної системи (моделі) фінансової діагностики слід вирішити проблему вибору показників, які дозволять зробити найбільш кваліфіковані висновки щодо потенційної фінансової спроможності підприємства, тобто забезпечили високу точність діагностики. В літературних джерелах, методиках зустрічаємо широке розмаїття підходів до вибору показників, які використовуються для оцінки фінансового стану, діагностики та рейтингування суб'єктів господарювання. Досить часто, показники, що включені до тієї чи іншої методики вибираються хаотично, без урахування будь яких закономірностей та критеріїв. Під системою показників діагностики фінансового стану слід розуміти сукупність кількісних індикаторів фінансового стану, які знаходяться між собою в тісній взаємозалежності та взаємодоповнюють один одного. Формуючи систему показників слід не просто вибрати ті індикатори, які найбільш адекватні цілям фінансової діагностики. Окрім цього, необхідно підбирати найбільш оптимальну комбінацію показників. Можлива ситуація, коли за одно факторного аналізу показник відповідає обраним критеріям, однак за багатфакторної діагностики, тобто коли показник належить до певної системи показників, він не сприяє досягненню цілей, що ставляться перед системою показників.

З цієї метою доцільно розробити критерії відбору необхідних фінансових індикаторів. У подальшому здійснюється аналіз окремих показників на предмет дотримання відповідних критеріїв. В результаті селекції незалежних змінних у моделі діагностики залишається комбінація показників, яка забезпечує найменше число помилкових рішень та забезпечують якомога повне виконання функцій

фінансової діагностики. Принципи вибору показників можна сформулювати таким чином:

- достовірність;
- зрозумілість;
- наявність причинно-наслідкових зв'язків між значенням показника та параметром, який він оцінює.

У процесі вибору показників для рейтингування підприємств виправданим є використання критеріїв підбору фінансових індикаторів для дискримінаційного аналізу, які обґрунтовані проф. Терещенко О.О. [42, с. 106-107]. Стосовно нашого дослідження ці критерії можна сформулювати таким чином:

- рівень кореляційного зв'язку (мультиколінеарність) між окремими показниками, які включаються в модель оцінки має бути мінімальним;
- кожна із змінних, що включається в модель оцінки має репрезентувати певну групу показників, що характеризують той чи інший параметр фінансового стану підприємства;
- критерій диференціації: значення показників має суттєво коливатися у разі відповідних змін фінансового стану підприємства, тобто різнитися в залежності від групи об'єкта дослідження та бути максимально наближеними при внутрішньогруповому порівнянні;
- показники повинні відображати реальний фінансовий стан підприємства (критерій об'єктивності);
- значення незалежних змінних в межах вибіркової сукупності повинні бути розподілені нормально.

З нашого погляду, найважливішим критерієм підбору показників для рейтингування є їх здатність до диференціації об'єктів оцінки залежно до побудованої шкали класифікації. Іншими словами окремі показники, які характеризують фінансово-господарську діяльність підприємств та їх сукупність мають давати максимально чітку інформацію щодо спроможності виконувати суб'єктом господарювання свої зобов'язання. Для визначення прогностичної здатності показників доцільно проводити їх тестування з використанням коефіцієнта AUROC, про що буде йтися в подальшому дослідженні.

Важливим етапом формування рейтингу є підбір оптимальної комбінації показників для формування багатофакторної функції та виведення інтегрального показника. Проблема полягає в тому, що прогностична здатність певної системи показників залежить не лише від прогностичної здатності окремих показників, а й від комбінації показників, які є елементами багатофакторної функції. Дослідження показують, що досить часто фінансові показники, які при однофакторному аналізі характеризуються високим рівнем статистичної значущості та прогностичної здатності, за багатофакторного аналізу не включаються у функцію, оскільки в системі показників справляють незначний вплив [42, с. 117]. Дискусії точаться також навколо питання кількості критеріїв, які слід враховувати при розрахунку інтегрального показника, відповідно при формуванні рейтингу. На практиці поширеною є думка, що чим більше критеріїв врахував модель рейтингування, тим якіснішою вона буде. Зі статистичної точки зору, чим більше факторів включатиме модель, тим меншу прогностичну здатність вона буде мати. Хоча змістовність такої моделі буде досить повною.

Щодо кількості показників, що мають складати модель інтегральної оцінки фінансового стану фахівцями висувають досить часто взаємовиключні припущення. Окремі експерти вважають, що модель дискримінантна функція повинна включати максимум п'ять-сім показників [56, с. 161]. В інших наукових дослідженнях, зокрема за участю проф. А. Бургера, обґрунтовується, що для розробки ефективної дискримінантної моделі достатнім є 3-4 показники [60, с. 1165-1179]. Ще більш радикальними є висновки проф. Г. Георга, який вважає, що для прогнозування банкрутства та оцінки кредитоспроможності підприємства достатньо використати два показники, які характеризують рівень рентабельності та заборгованості компанії [67, с. 144-167]. У новітніх наукових розробках стверджується, що оптимальними є аналітичні моделі, що містять в середньому від 6 до 10 індикаторів [31, с. 538].

В теорії і практиці можна зустріти численні рекомендації щодо переліку груп показників та самих показників які доцільно використовувати у процесі фінансової діагностики. Для цілей рейтингової оцінки окремі вітчизняні автори використовують коефіцієнти покриття, абсолютної ліквідності та оборотності

кредиторської заборгованості. Для якісного оцінювання при визначенні кредитного рейтингу доведено можливість використання таких показників діяльності підприємств-емітентів: тривалість ділової активності; кількість структурних підрозділів; кількість видів діяльності; частка акцій, які належать юридичним особам, від їх загальної кількості; володіння посадовими особами акціями емітента. На думку розробників такої моделі рейтингової оцінки, вона забезпечить відкритість, простоту та оперативність проведення кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів [10, с. 95]. Пропонована комбінація як кількісних так і якісних показників для рейтингування є досить дискусійною. Так, коефіцієнт абсолютної ліквідності характеризує лише поточну спроможність підприємства виконувати свої зобов'язання і не може прийматися як орієнтир платоспроможності у майбутньому. Поза межами рейтингової оцінки у згаданій моделі залишаються показники прибутковості, структури капіталу та грошових потоків. Зазначені вище показники якісної оцінки підприємств також викликають багато запитань. Вони характеризують в основному кількісні параметри підприємства, які не свідчать про якість діяльності.

Для побудови адекватної моделі рейтингування скористуємося системою показників, якою оперує Терещенко О.О. при розробці моделей багатофакторного дискримінантного аналізу. Ця система включає 10 показників, які найчастіше зустрічаються у вітчизняних та західних методиках фінансового аналізу та підібрані експертним шляхом (таблиця Г.3. Додатку Г) . Безсумнівні переваги системи полягають в тому, що вона включає показники, які характеризують усі фінансові параметри підприємства (ліквідність, рентабельність, рух грошових потоків, структуру капіталу, оборотність).

Для цілей формування рейтингу, значення якісних критеріїв доцільно трансформувати в бальну шкалу. Хоча окремі автори пропонують приводити до бального виразу і кількісні критерії. У разі однофакторного аналізу для інтерпретації окремих показників може використовуватися критерій середньо галузевого медіанного значення. Це зумовлено несиметричним розподілом значень показників між підприємствами, які належать до однієї галузі.

Наступним етапом формування рейтингу є вибір адекватних методів обробки інформації та розрахунку узагальнюючого показника. Без використання складних економетричних методів аналізу неможливо визначити значимість та вагу окремих індикаторів, що включаються в аналітичну модель, а також обрати оптимальну комбінацію індикаторів. В теорії і практиці обґрунтовується цілий ряд методів формування рейтингів. Серед них найчастіше зустрічаються такі як однофакторний традиційний аналіз, лінійний дискримінантний аналіз, лінійна регресія, метод штучних нейронних сіток, модель логістичної регресії, побудова нечіткої моделі діагностики фінансового стану та інші.

Досить поширеним у практиці рейтингування та оцінки кредитоспроможності позичальника є дискримінантний аналіз. Під цим методом розуміють комплекс методів та прийомів математичної статистики, за допомогою яких здійснюється класифікація аналізованих елементів в залежності від значень обраної сукупності показників у відповідності до побудованої шкали інтерпретації. За методом дискримінантного аналізу інтегральний показник фінансового стану обчислюється на основі багатфакторної дискримінантної функції:

$$Y = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + \dots + a_px_p, \quad (2.1)$$

де  $Y$  - залежна дискримінантна змінна;

$x_1, x_2, x_j, \dots, x_p$  - незалежні змінні дискримінантної функції (показники фінансового стану);

$a_1, a_2, a_j, \dots, a_p$  - параметри дискримінантної функції.

Проблема розрахунку параметрів дискримінантної функції вирішується за використання загального критерію оптимальності дискримінантної функції: розмах варіації значень вектора  $Y$  в межах однієї групи досліджуваних елементів повинен бути мінімальним, а міжгрупова варіація вектора  $Y$  - максимальною. Якщо в якості абсолютного показника, який характеризує варіацію, прийняти показник суми квадратів відхилень, то критерій оптимальності дискримінантної



моделі характеризуватиме максимально можливе співвідношення між міжгруповою та внутрішньогруповою сумами квадратів відхилень.

На основі методу дискримінантного аналізу розроблені відомі в усьому світі моделі прогнозування банкрутства та діагностики фінансової кризи: модель Альтмана (1968, США), система аналізу Вайбеля (1973, Швейцарія), модель Беермана (1976), системи показників Бівера (1966, США). Серед вітчизняних досліджень у сфері інтегральної оцінки підприємств можна виокремити праці Островської О.А. [29, 30] та Терещенка О.О. Вперше методологію дискримінантного аналізу в Україні дослідив та апробував у практиці проф. Терещенко О.О. У 2004-2005рр. зазначений автор розробив вісім дискримінантних моделей для діагностики фінансового стану підприємств залежно від виду економічної діяльності.

Використання дискримінантного аналізу передбачає виконання цілого ряду досить рестриктивних припущень, зокрема, щодо нормального розподілу аналізованих змінних, однорідності матриць дисперсій, необхідності постійної перевірки значень толерантності для кожної змінної. Окрім цього, за використання дискримінантного аналізу для цілей прогнозування дефолту виникає проблема „зони невизначеності”. Мова йде про діапазон значень інтегрального показника за якого неможливо зробити однозначні висновки щодо якості фінансового стану. Саме тому, використання в чистому вигляді дискримінантного аналізу для цілей побудови рейтингової системи є досить проблематичним.

Більш прогресивною є комбінація дискримінантного аналізу з іншим економетричним прийомом – методом побудови логістичної регресії. Переваги цього методу над іншими, зокрема над дискримінантним аналізом полягають у тому, що для розробки так званих „логіт моделей”, які є результатом логістичної регресії потрібно дотримуватися меншого числа припущень. Як доведено в працях Х. Майєра та Г. Георга, логістична регресія не вимагає нормального розподілу незалежних змінних та рівності дисперсійно-коваріаційних матриць [39, 40]. Оперуючи не надто обмежувальними припущеннями логіт-модель забезпечує достатньо чітке розмежування фінансово стійких від фінансово

неспроможних підприємств. До переваг методу слід також віднести те, що в якості незалежних змінних можна використовувати всі типи показників, у тому числі якісні.

Метод логістичної регресії (як і інші згадані вище методи) базуються на екстраполяції аналітичних даних минулих періодів на майбутнє. Логістична регресія вважається різновидом множинної регресії, призначення якої полягає у вивченні взаємозв'язків між однією залежною змінною та багатьма незалежними (регресорами). Параметри регресії визначаються таким чином, щоб забезпечити високий рівень класифікаційної здатності моделі. Бінарна логістична регресія означає, що залежна змінна є бінарною, тобто може приймати лише два значення. З допомогою регресії можна оцінити ймовірність того, що для досліджуваного підприємства настане одна із двох подій: платоспроможність чи дефолт. Обґрунтуємо необхідність використання логістичної регресії для побудови рейтингової системи. Базовий алгоритм регресії можна записати у такій формі:

$$Y = F(X_1, X_2, X_3, \dots, X_n) \quad (2.2)$$

У множинній лінійній регресії передбачається, що залежна змінна є лінійною функцією незалежних змінних, тобто:

$$Y = a + b_1 \cdot X_1 + b_2 \cdot X_2 + \dots + b_n \cdot X_n; \quad (2.3)$$

$Y$  – залежна змінна регресії;

$X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$  - незалежні змінні регресії;

$b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$  – параметри регресії;

$a$  – вільний член регресії.

У разі конструювання рейтингової системи слід досліджувати зв'язки між ймовірністю настання дефолту ( $PD = \text{Probability of Default}$ ) позичальника та окремими факторами ризику. Зазначені фактори задаються у формі фінансових показників, що характеризують різні параметри фінансового стану підприємства (ліквідність, структура капіталу, рентабельність). Складність, однак, полягає в

тому, що залежна змінна  $Y$  може приймати лише два значення: дефолт (1) та платоспроможність (0) позичальника. Таким чином, оптимальне рівняння регресії буде прогнозувати лише два значення  $Y$ . Однак, тут виникає проблема: множинна регресія не „ідентифікує” обставину, що змінна відгуку є бінарною за своєю природою. В результаті цього значення інтегрального показника може перевищувати 1 та бути меншими за нуль. Отже, головне завдання, яке ставиться перед множинною регресією не виконується. Саме для вирішення цієї проблеми рекомендується застосовувати рівняння логістичної регресії. У логіт-моделі ймовірність ( $P$ ) настання певної події записується у такому вигляді [44, с. 170]:

$$P = \frac{1}{1 + e^{-Y}} \quad (2.4)$$

де:  $P = „\text{Prob}(\text{event})”$  означає "ймовірність того, що настане певна подія (наприклад, дефолт чи платоспроможність підприємства)";

$e$  — основа натуральних логарифмів.

З формули 2.4 випливає, що незалежно від значень параметрів регресії, незалежних змінних регресії та інтегрального показника  $Y$  у логістичній регресії верхня та нижня межа розрахункових значень ймовірності  $P$  складає, відповідно, 1 та 0. Підкреслимо, що значення  $Y$  може бути будь яким, тобто знаходитися в діапазоні від мінус нескінченності до плюс нескінченності.

Залежність  $P$  від  $X$  не є лінійною функцією від параметрів  $B$ . Для оцінки цих параметрів не можна застосовувати метод найменших квадратів [2, с. 170]. Логістична регресія вважається класичним інструментом вирішення задачі побудови регресії з метою класифікації об'єктів аналізу. Логіт-модель виражає логарифм відношення ймовірностей через лінійну функцію.

Щоб зрозуміти порядок використання методу логістичної регресії для цілей побудови рейтингової системи припустимо, що ризик дефолту позичальника найбільше залежить від коефіцієнта заборгованості: чим більша питома вага позик у структурі капіталу, чим вищих ризик дефолту. Допустимим є також вплив на кредитоспроможність позичальника інших факторів. Аналітичне завдання полягає у тому, щоб побудувати економетричну модель, яка дозволяла з максимальною точністю прогнозувати ймовірність дефолту позичальника. Для

цього слід підібрати найбільш оптимальну сукупність факторів впливу та визначити їх параметри (ваги), як це наведено у рівності 2.3. Керуючись припущенням, що найсуттєвіший вплив на залежну змінну справляє одна незалежна змінна, рівняння 2.6. у спрощеному вигляді можна записати таким чином:

$$Y_i = a + B \cdot X_i \quad (2.5)$$

Індекс (i) у рівнянні 2.5. означає, що розраховується ймовірність дефолту i-го боржника. Для оцінки параметрів a та b необхідно здійснити економетричну обробку інформації по вибірковій сукупності підприємств, значення Y та X у яких відомі. Найбільш адекватним способом знаходження коефіцієнтів логістичної регресії є так званий метод максимальної достовірності (likelihood function). Він застосовується для обчислення параметрів генеральної сукупності за даними вибірки.

Рейтинг позичальника визначається на основі обчислення ймовірності настання дефолту (PD). Причому, чим більше значення ймовірності наближається до 1 тим вища ймовірність неплатоспроможності підприємства, а отже, тим нижче його рейтинг. Навпаки, з наближенням PD до нуля вищим буде рейтинг. На основі цього принципу ґрунтується побудова рейтингових класів позичальників. Наприклад, якщо значення PD знаходиться в межах від 0 до 0,001 то це означає, що позичальники цього рейтингового класу є надійними, якщо PD знаходиться в межах від 0,001 до 0,002, то існує незначна ймовірність неповернення кредиту.

## Висновки до другого розділу

1. Одним із варіантів забезпечення ефективної фінансової діагностики є побудова системи рейтингової оцінки підприємств. Залежно від інституту, який присвоює рейтинг, рейтингова оцінка може бути зовнішньою або внутрішньою. Активізація внутрішнього рейтингування у значній мірі є результатом прийняття Базельським комітетом з банківського нагляду рекомендацій „Базель II”, які передбачають поступовий перехід на рейтингову систему оцінювання кредитних ризиків. До перспективних напрямків використання рейтингування можна віднести створення ефективного інструментарію оцінки ризиків, покращення стандартів розкриття інформації про позичальників та емітентів, забезпечення диверсифікації джерел фінансування підприємств та доступу до дешевих ресурсів.

2. Враховуючи непересічне значення рейтингу в останні роки все більше уваги приділяється питанням оптимізації рейтингів. У цьому контексті розробляються різні інструменти покращення рейтингу, а консалтингові компанії пропонують послуги з оптимізації показників звітності для отримання сприятливого рейтингу. На багатьох крупних підприємствах управління рейтингом належить до числа важливих завдань служби фінансового контролінгу.

3. Центральна проблема рейтингування пов'язана із необхідністю накопичення достатнього обсягу первинної інформації для здійснення аналітичних процедур. Перехід на рейтингову систему оцінювання кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємств потребує від них суттєвих змін в інформаційно-комунікаційній політиці. Оскільки інформація, яка надається для оцінки підприємств за традиційними методами є недостатньою для присвоєння рейтингу. Рейтинг можна інтерпретувати як інструмент оцінки довіри до компанії. Завдяки цьому інструменту можна зменшити ціну залучення капіталу, а також підвищити ринкову капіталізацію підприємства. Саме тому рейтингова система оцінювання потребує підвищення рівня транспарентності діяльності підприємства.

4. Об'єктивність рейтингів має забезпечуватися використанням економетричних методів обробки інформації. Обґрунтована модель рейтингової

оцінки з використанням інтеграції методів дискримінантного аналізу та логістичної регресії дозволяє розрахувати інтегральний показник із залученням великої кількості фінансових індикаторів та їх селекцію. Метод логістичної регресії вирішує проблему зони невизначеності та рестриктивних обмежень, притаманних дискримінантному аналізу. Переваги логіт-моделі у тому, що для їх розробки потрібно дотримуватися меншого числа припущень, зокрема, щодо нормального розподілу незалежних. Оперуючи не надто обмежувальними припущеннями логіт-модель забезпечує достатньо чітке розмежування фінансово стійких від фінансово неспроможних підприємств.

## РОЗДІЛ 3

### ШЛЯХИ ВДОСКНАЛЕННЯ ДІАГНОСТИКИ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ПІДПРИЄМСТВА

#### 3.1. Ефективність моделі діагностики фінансового стану підприємства

Сучасний аналітичний апарат економетрії дає можливість більш всебічно оцінити здатність показників (або систем показників) до диференціації підприємств та робити висновки щодо доцільності використання для цілей фінансової діагностики тих чи інших методик чи показників. Мова йде про перевірку дотримання ключового критерію якості моделі – її прогностичну здатність. Чим вищою є прогностична здатність окремих показників чи методик, тим ціннішими вони будуть для прийняття рішень.

У науково-практичній літературі для оцінки якості моделей фінансової діагностики рекомендується використовувати цілий ряд інструментів та показників. Найпоширенішим із них є критерій ROC – аналіз Receiver Operating Characteristic (ROC) – розрахунок коефіцієнта прогностичної здатності. Прогностичну здатність моделі рейтингової оцінки підприємств та аналітичну цінність окремих показників доцільно визначати з допомогою методології ROC–аналізу. За результатами ROC-аналізу будується крива ROC, яка показує залежність кількості правильно класифікованих фінансово-нестійких підприємств від кількості невірно класифікованих хороших підприємств (бета помилка).

Попередній етап ROC-аналізу полягає у чіткій постановці аналітичного завдання. У контексті нашого дослідження завданням ROC-аналізу є тестування здатності побудованої моделі рейтингової оцінки (чи окремих показників) виявляти підприємства, яким загрожує дефолт. Таким чином, „позитивний” тест означає, що згідно з прогностичними оцінками, проведеними з використанням моделі, підприємству загрожує дефолт. „Негативний тест” означає, що за результатами рейтингової оцінки підприємство є фінансово-стійким. Для

здійснення аналізу всі класифіковані за результатами рейтингової оцінки підприємств поділяються на чотири класи:

- клас TP (True Positives) – істинно позитивні або вірно класифіковані фінансово-нестійкі;
- клас TN (True Negatives) – істинно негативні або вірно класифіковані фінансово-стійкі підприємства;
- клас FP (False Positives) – хибно позитивні (бета) або фінансово-стійкі підприємства, класифіковані як фінансово-нестійкі;
- клас FN (False Negatives) – хибно негативні (альфа) або фінансово-нестійкі підприємства, класифіковані як фінансово-стійкі.

Для побудови кривої ROC обчислюють чутливість (Sensitivity) моделі та її специфічність (Specificity). В контексті нашого дослідження під чутливістю моделі розумітимемо частку вірно класифікованих підприємств, яким загрожує дефолт, у загальній сумі таких підприємств (2 група). Чутливість (Se) розраховується як виражене у процентах відношення кількості істинно позитивних випадків до сумарної кількості підприємств другої групи.

Частка істинно негативних випадків визначає специфічність (Specificity) моделі. Специфічність (Sp) визначається як виражене у процентах відношення істинно негативних випадків до загальної кількості підприємств першої групи. Ця величина характеризує здатність моделі виявляти фінансово-стійкі підприємства у загальній вибірці. Бета помилка (частка хибно позитивних випадків) визначається як виражена у відсотках різниця загальної кількості підприємств другої групи та специфічності ( $\beta = 100\% - Sp$ ).

Чутливість та специфічність показують об'єктивну цінність бінарного класифікатора. У нашому дослідженні мова йде про об'єктивну цінність побудованої логістичної моделі. Модель з високою чутливістю більш якісно виявляє фінансово-нестійкі підприємства, тобто більш точно прогнозує позитивні випадки. Натомість модель з високим рівнем специфікації більш точно прогнозує негативні приклади. Величину чутливості та специфічності моделі можна регулювати змінюючи порогове значення ліній поділу. Модель з високим рівнем чутливості можна отримати перемістивши лінію поділу в бік з нижчим значенням



показника ймовірності дефолту. Використання рейтингових моделей з низьким рівнем чутливості (лінія поділу зміщується у бік зростання показника PD) свідчить про ризикову політику кредитування. Якщо використовується модель з низькою специфічністю (лінія поділу зміщується в бік зменшення показника PD), то це є свідченням консервативної кредитної політики. У першому випадку мінімізується величина втрачених доходів, а в другому – мінімальними є ризики отримання збитків у вигляді проблемних кредитів. Ідеальна модель рейтингової оцінки буде характеризуватися 100 відсотковою чутливістю та специфічністю, однак на практиці цього досягти неможливо. Проблема полягає в тому, що в результаті підвищення чутливості зменшується специфічність і навпаки.

Враховуючи вищевикладене, порядок здійснення ROC-аналізу можна описати таким чином:

1. Постановка аналітичного завдання: визначення оптимальної точки поділу підприємств та знаходження агрегованого показника прогностичної здатності моделі.
2. Для кожного значення PD, яке знаходиться в діапазоні рейтингової шкали в межах від 0 до 1 розраховується чутливість та специфічність.
3. Будується графік залежності чутливості (вісь Y) від специфічності (вісь X).
4. На основі аналізу координат кривої ROC для побудованої моделі визначається оптимальне порогове значення. Точка поділу необхідна у разі практичного використання моделі: для віднесення аналізованих підприємств до однієї із двох груп.
5. Будується діагональ (під кутом 45 градусів), що характеризує модель з нульовою класифікаційною здатністю (пряма  $Y = X$ ).
6. Визначається площа фігури, яка знаходиться під кривою ROC (Area under ROC) та обчислюється агрегований показник прогностичної потужності моделі (AUROC).

Для ідеальної моделі класифікації підприємства за рівнем загрози дефолту графік кривої ROC проходить через верхній лівий кут, де частка вірно класифікованих підприємств складає 100%, що відповідає максимальній

чутливості. За такого варіанту кривої частка фінансово-нестійких підприємств, класифікованих як фінансові стійкі (альфа помилка) буде складати 0. Отже, чим ближче крива ROC наближена до верхнього лівого кута графіка, тим вищою буде прогностична здатність моделі. Навпаки, чим ближче крива наближається до діагональної прямої, тим менш ефективною буде модель. Діагональна крива на графіку характеризує модель з мінімальною прогностичною здатністю, тобто яка нездатна розрізнити фінансово-стійкі підприємства, від кризових.

У процесі аналізу за залежну змінну, яку слід протестувати, прийнято ймовірність настання дефолту (PD), а за константу обрано групу, до якої належать підприємства вибіркової сукупності (група 1 чи 2). Завдання полягає в тому, щоб перевірити здатність моделі виявляти фінансово-неспроможні підприємства, тобто ті, які відносяться до другої групи. Кількість фінансово-неспроможних підприємств (група 2) збільшується одночасно зі збільшенням значення показника PD.

Для оцінки ефективності класифікаційної моделі, з метою порівняння її з іншими моделями чи показниками, однієї лише візуальної характеристики, якою є графічне зображення ROC-кривої, є недостатньо. На основі ROC-аналізу розраховується агрегований коефіцієнт, який характеризує прогностичну здатність окремих показників чи систем класифікації. Коефіцієнт обчислюється як площа, яка знаходиться під побудованою кривою. Кількісне значення площі під кривою ROC характеризується показником AUROC (Area under ROC). Алгоритм розрахунку цього показника має такий вигляд:

$$AUROC = \int f(x) dx = \sum \left[ \frac{X_{i+1} + X_i}{2} \right] \cdot (Y_{i+1} - Y_i) \quad (3.1)$$

З теоретичної точки зору вказаний коефіцієнт може набувати значень від 0 до 1. Однак, практичну цінність мають значення коефіцієнта понад 0,5, оскільки ці значення характеризують площу, що знаходиться вище діагоналі. Значення AUROC для діагональної прямої, що характеризує нульовий рівень прогнозування, складає 0,5. Отже, чим ближче є значення коефіцієнта AUROC до

1, тим вищою прогностичною здатністю характеризується окремий показник чи система класифікації. В літературних джерелах обґрунтовується експертна шкала значень AUROC (таблиця 3.1), за якою можна робити висновки про якість моделі.

Таблиця 3.1

## Шкала залежності якості класифікаційної моделі від значення AUROC

Інтервал значень AUROC	Рівень якості моделі
0,9 – 1,0	Відмінна
0,8 – 0,9	Дуже якісна
0,7 – 0,8	Якісна
0,6 – 0,7	Середня
0,5 – 0,6	Незадовільна

Вагоме значення має ROC-аналіз окремих показників діяльності підприємства. Такий аналіз доцільно здійснювати у процесі відбору показників, які мають складати методики аналізу фінансового стану чи відповідні моделі. Якість окремих кількісних та якісних показників економічного стану можна оцінити аналогічно до оцінки класифікаційної здатності моделі рейтингування з використанням коефіцієнта AUROC.

Дослідження класифікаційної здатності кількісних показників фінансового стану, які проведені швейцарськими вченими з використанням даних малих і середніх підприємств показують, що найвищим значенням AUROC (0,82) характеризується показник покриття (ліквідність третього ступеня) [31, с. 537-538]. Результати зазначеного дослідження наведені в таблиці 3.2. З аналізу наведеної в таблиці інформації можна зробити висновок, що група показників ліквідності та оборотності має вищу прогностичну здатність, ніж показники рентабельності та структури капіталу.

Таблиця 3.2

## Аналітичні цінність фінансових показників

Фінансовий показник	Алгоритм розрахунку	Значення AUROC
---------------------	---------------------	----------------

Коефіцієнт покриття	$\frac{\text{Поточні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$	0,82
Оборотність поточних зобов'язань	$\frac{\text{Поточні зобов'язання}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot 360$	0,81
Проміжний коефіцієнт покриття	$\frac{\text{Монетарні оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$	0,79
Коефіцієнт самофінансування	$\frac{\text{Cash-flow}}{\text{Обсяг інвестицій}}$	0,78
Коефіцієнт фінансової незалежності	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$	0,77
Відношення EBITDA* до фінансових витрат	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Фінансові витрати}}$	0,74
Відношення Cash flow до позичкового капіталу	$\frac{\text{Cash-flow}}{\text{Позичковий капітал}}$	0,74
Частка поточних зобов'язань в структурі капіталу	$\frac{\text{Поточні зобов'язання}}{\text{Валюта балансу}}$	0,73
Рентабельність власного капіталу	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}}$	0,72
Рентабельність продаж	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чиста виручка від реалізації}}$	0,72
Рентабельність активів за прибутком до оподаткування	$\frac{\text{Прибуток перед оподаткуванням}}{\text{Сума активів}}$	0,71
Рентабельність продаж по cash flow	$\frac{\text{Cash-flow}}{\text{Чиста виручка від реалізації}}$	0,68
Коефіцієнт покриття довгострокових активів довгостроковим капіталом	$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові позики}}{\text{Основні засоби}}$	0,67
Рентабельність капіталу	$\frac{\text{Прибуток перед сплатою відсотків}}{\text{Сума інвестованого капіталу}}$	0,65
Оборотність капіталу	$\frac{\text{Чиста виручка від реалізації}}{\text{Сума інвестованого капіталу}}$	0,57
Фактор заборгованості	$\frac{\text{Чиста заборгованість}}{\text{Cash-flow}}$	0,53

Науково-практичну цінність має дослідження прогностичної здатності якісних критеріїв кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємств. До таких критеріїв слід віднести якість менеджменту, інформаційно-комунікаційної політики, дієздатність контролінгу та ряд інших. Рейтингування, побудоване на якісних показниках, характеризується суб'єктивним вибором, зважуванням та взаємоув'язкою індикаторів та факторів ризику. В таблиці 3.3. наведені значення показника прогностичної здатності якісних критеріїв, які отримані швейцарськими ученими. [41, с. 539].

Таблиця 3.3

## Аналітична цінність якісних критеріїв рейтингування підприємств

№ п/п	Критерій	Значення AUROC
1.	Інформаційно-комінікаційна політика (інвестор-релейшнз)	0,73
2.	Ефективність стратегії	0,72
3.	Якість менеджменту	0,69
4.	Упорядкованість бухгалтерського обліку	0,66
5.	Позиціювання на ринку	0,63
6.	Конкурентні переваги	0,61
7.	Дієздатність контролінгу	0,59
8.	Вік компанії	0,55

Для оцінки якісних критеріїв на основі бальної шкали (від 1 до 4) вони були приведені до кількісного вигляду. Аналіз інформації, наведеної в таблицях 3.1, 3.2 та 3.3 показує, що в цілому прогностична здатність кількісних критеріїв є дещо вищою, ніж якісних. Такий висновок дещо суперечить досить поширеній думці про те, що якісні критерії оцінки кредитоспроможності та інвестиційної привабливості є більш значимими, ніж кількісні критерії, що характеризуються фінансовими показниками. Окрім іншого, це пояснюється високою трудомісткістю та складністю об'єктивної оцінки якісних критеріїв, зокрема, зовнішніми аналітиками. Водночас, звертаємо увагу на високі значення показника AUROC по основних якісних критеріях.

### 3.2. Перспективи застосування рейтингової моделі для діагностики фінансового стану підприємства

Серед завдань фінансової діагностики важливе місце займає створення інформаційного забезпечення для прийняття рішення інвесторами щодо вкладання коштів у розвиток підприємства чи окремих напрямків його діяльності. Фінансово-інвестиційні рішення мають прийматися виходячи із двох основних критеріїв: результатів комплексного аналізу фінансового стану підприємства, які у значній мірі характеризують рівень ризику вкладень та рівня є ефективності діяльності підприємства, від чого безпосередньо залежатимуть доходи інвесторів.

На сьогоднішній день в теорії і практиці невирішеним залишається питання запровадження адекватних методів та показників оцінки ефективності діяльності окремих центрів відповідальності, структурних підрозділів, підприємств у цілому.

У традиційній пострадянській економічній літературі до ключових показників оцінки ефективності та фінансових результатів підприємств відносять прибуток і рентабельність [2, 3, 5, 52]. Однак, результати фінансової діагностики, в основу якої покладено показники прибутковості досить часто не відображають реального фінансового стану та ефективності діяльності підприємства. Непридатність показників прибутку та рентабельності, які розраховані на базі бухгалтерської звітності, для визначення ефективності діяльності підприємств досить переконливо доведено у працях професора Келлогського університету (США) Альфреда Раппапорта [68, с. 95]. Критичній оцінці показників прибутку та рентабельності як критеріїв виміру ефективності, а також розв'язанню проблеми підбору адекватних показників оцінки ефективності підприємств присвячено праці окремих вітчизняних економістів, зокрема Турила А.М., Терещенка О.О., Стецька М.В. [43, 45, 49].

Виникає логічне запитання, чому, показники прибутку та рентабельності не є достатнім критерієм оцінки ефективності фінансового-господарської діяльності підприємств. Для обґрунтування відповіді на це питання сформулюємо основні вимоги, яким мають відповідати показники оцінки ефективності. Виходячи з постулатів теорії інформаційної асиметрії можна стверджувати, що показники оцінки ефективності мають підвищувати рівень інформаційної прозорості суб'єктів господарювання та окремих менеджерів, містити стимули до зменшення природного прагнення окремих учасників фінансових відносин використовувати переваги в інформаційному забезпеченні на власну користь з метою отримання так званої „інформаційної ренти” [46, 99]. Відсутність адекватної оцінки ефективності призводить до неефективних управлінських рішень та є причиною виникнення конфліктів інтересів. Показники ефективності мають об'єктивно оцінювати результати діяльності та бути максимально захищеними від спроб маніпуляції з ними.

Досліджуючи питання використання прибутку як критерію оцінки ефективності діяльності можна навести цілий ряд прикладів, які свідчать як про практику штучного заниження прибутку, так і про його завищення. Причини цього криються перш за все в різних цільових функціях окремих суб'єктів фінансових відносин. Так, в економіці України широко задіяні тіньові схеми переведення прибутку у витрати, наприклад, з використанням статті „інші операційні витрати”. Суб'єкти господарювання вдаються до такого роду маніпуляцій перш за все з метою зменшення податкового навантаження. Системні чинники розмивання прибутку і його тінізації руйнують підвалини конкурентоспроможності як окремих підприємств, так і економіки в цілому. Значна сума амортизаційних коштів не нараховується через заниження балансової вартості основних засобів з метою уникнення оподаткування [22, с. 34]. З іншого боку, керівництво підприємством, менеджмент окремих структурних підрозділів досить часто прагне засвідчити як найкращі результати діяльності і вдається до маніпуляцій, спрямованих на штучне завищення прибутковості. Особливо актуальною ця проблема є там, де винагорода менеджменту безпосередньо залежить від результатів діяльності господарської структури. Інший стимул для завищення показників прибутковості – прагнення отримати кредитні чи інвестиційні ресурси на сприятливих умовах.

Основні аргументи проти використання показника прибутку як критерію ефективності діяльності, згідно з логікою А. Раппапорта, полягають у такому:

- показники прибутку, засвідчені у звіті про фінансові результати та у балансі практично не дають жодної інформації про створення підприємством доданої вартості;
- якщо підприємство засвідчило у звітності прибуток, однак рентабельність інвестицій є меншою, ніж ставка залучення капіталу, вартість не створюється, а поглинається;
- для отримання запланованих показників прибутку у короткостроковому періоді, менеджмент підприємств досить часто відмовляється від інвестиційних проектів, які є перспективними з точки зору генерування

- вартості у довгостроковому періоді. Таким чином, переслідуючи короткострокову ціль відображення у звітності прибутку, менеджмент може закласти підвалини для знищення вартості у довгостроковому періоді;
- у результаті того, що підприємства використовують різні системи бухгалтерського обліку та методи визначення показників, що наводяться у звітності, ускладнюється порівняльна оцінка ефективності як у ретроспективі, так і стосовно інших суб'єктів господарювання;
  - у показниках прибутку ніяким чином не враховується фактор зміни вартості грошей у часі [68, с. 16].

Висновки про відсутність безпосереднього зв'язку між показниками прибутку підприємства та приросту вартості, яка належать власникам (SVA) підтверджуються не лише теоретичними дослідженнями, а знаходять емпіричне обґрунтування. Так, проведене компанією Standard&Poor's порівняння показників прибутку на одну акцію (EPS, Earnings per Share) та SVA, що визначається рівнем дивідендів та зміною ринкового курсу корпоративних прав по 500 провідних підприємствах засвідчило відсутність кореляційного зв'язку між зазначеними показниками. Відомі широкому загалу фінансові скандали з такими „прибутковими” компаніями як Worldcom, Enron, Parmalat, Nortel Networks, Swisair підтверджують тезу про невиправданість використання прибутку як основного критерію прийняття фінансових рішень [43, с. 94].

Дослідження фінансових результатів вітчизняних підприємств засвідчують відсутність кореляційного зв'язку між нормою чистого прибутку і рентабельністю виробництва у порівнянні зі світовими тенденціями.

У разі проведення фінансової діагностики експерти стикаються з проблемою – що краще: рентабельність, ліквідність чи приріст вартості капіталу? Так, завдання максимізації прибутку досить часто конфліктує із необхідністю забезпечення фінансової рівноваги [26, с. 9]. Водночас, як справедливо зазначає Турило А.М., власників підприємства насамперед цікавить розмір власного капіталу та його приріст. Саме останній показник і є головним економічним ефектом [54, с. 102]. Інвестори можуть відчутти факт створення додаткової



вартості у разі отримання дивідендів чи зростання ринкового курсу корпоративних прав. Відтак основним чинником прийняття рішення інвесторами щодо вкладання коштів у підприємство, а також пріоритетним критерієм оцінки ефективності діяльності менеджменту та суб'єкта господарювання в цілому мають бути показники доданої вартості. У зазначених показниках знаходять свій вираз як очікувані доходи від володіння акціями підприємства так і можливі ризики інвестування коштів у відповідні цінні папери [43, с. 92].

Економічний і фінансовий сектори України, у т.ч. фондовий ринок, потребують визначення реального фінансово-економічного стану підприємств, очищення результатів діяльності від спекулятивних перегонів вартості [22, с. 38]. Вирішити проблему інформаційної асиметрії та конфлікту інтересів у процесі проведенні фінансової діагностики до певної міри дозволяє застосування вартісного підходу в оцінці фінансового стану. Використання вартісного підходу в цілях діагностики сприятиме підвищенню прозорості діяльності підприємств та запровадженню принципів корпоративного управління. Підхід ґрунтується на розрахунку показників ефективності, що характеризують рівень створення доданої вартості окремим підприємством чи центром відповідальності.

### 3.3. Застосування вартісного підходу в системі діагностики фінансового стану підприємства

Застосування вартісного підходу в управлінні фінансами до певної міри сприятиме вирішенню проблеми недооцінки доданої вартості. Мова йде про те, що в Україні системно діє тіньова система суттєвої недооцінки доданої вартості в промисловості та її завищення у сфері послуг. Різниця привласнюється власниками промислових підприємств через посередницькі дочірні торговельні фірми та офшорні зони з тіньовим оподаткуванням [22, с. 33]. Для адекватної оцінки ефективності діяльності окремих менеджерів, господарських структур, підприємств в цілому слід запровадити ефективні механізми розрахунку доданої вартості, а також інтегрувати відповідні механізми в систему прийняття

управлінських рішень. З цією метою функціональний інструментарій фінансового контролінгу на підприємстві пропонується доповнити елементами, орієнтованими на моніторинг та управління вартістю. До компетенції контролінгу мають належати, зокрема, такі важливі завдання, як:

- визначення актуальної вартості підприємства;
- планування потенціалу зростання вартості;
- вартісна діагностика;
- налагодження системи стимулювання менеджменту;
- інформаційне забезпечення та координація процесу реалізації потенціалу зростання вартості.

Ключовим завданням контролінгу при цьому має бути вартісна діагностика, яка включає аналіз та моніторинг показників доданої вартості. В рамках вартісної діагностики акценти мають ставитися на визначенні величини доданої вартості, яка генерується підприємством, окремими центрами відповідальності чи структурними підрозділами протягом певного періоду.

Питання необхідності переорієнтації управління корпоративними фінансами на вартісні показники вперше набуло системного дослідження у працях А. Раппапорта. У своїй книзі “Creating Shareholder Value, The New Standart for Business Performance” (Створення доходів власників, нові стандарти ведення бізнесу) Раппапорт вперше обґрунтовано доводить, що менеджери компанії мають фокусувати свої зусилля на максимізації вартості для інвесторів. Відтак, ключовим показником, який має розраховуватися у процесі фінансової діагностики підприємства є величина створеної доданої вартості та вартість підприємства в цілому. В 2006 році в провідному економічному виданні „Harvard Business Review” опублікована нова праця Раппапорта „Десять принципів створення вартості для власників” (Ten Ways to Create Shareholder Value), в якій автор констатує, що як і раніше, у центрі уваги менеджменту залишаються короткострокові показники ефективності, такі як прибуток та рентабельність [48, с. 68].

У цьому контексті заслуговують уваги результати досліджень рівня використання окремих показників для оцінки ефективності діяльності

підприємств в рамках фінансового контролінгу, проведені німецькими вченими. Матеріали досліджень показують, що 50,0% підприємств для оцінки ефективності використовують показник ROI (рентабельність інвестицій), 45,5% - ROE (рентабельність власного капіталу), 38,2% - CFROI (рентабельність інвестицій по чистому грошовому потоку). Водночас величини, орієнтовані на оцінку доданої вартості використовуються порівняно у недостатній мірі. Так, показник EVA (економічна додана вартість) розраховується лише 27,3% досліджуваних підприємств, CVA (додана вартість грошового потоку) – на 17,3% підприємств. Виключення становить лише показник вартості, розрахований на базі DCF (дисконтування грошових потоків), який має практичне використання на 40,0% суб'єктів господарювання [58, с. 276]. Заслугує увага та обставина, що зарубіжні підприємства практично не використовують такі традиційні для вітчизняної практики критерії оцінки ефективності як показники рентабельності продукції та рентабельності діяльності.

Перший із запропонованих Раппартом принципів забезпечення зростання вартості зводиться до того, що не слід захоплюватися прогнозуванням показників прибутку. Інвесторам слід скептично ставитися до таких прогнозів. Дослідження, проведені в США, засвідчують, що 80 відсотків фінансових директорів крупних компаній вважають рівень інвестицій підприємств у розвиток, рекламу, в оновлення основних засобів, персонал надто низьким для того, щоб досягти показників прибутковості, які засвідчені в прогнозах [48, с. 68].

З вищевикладеного випливає, що для багатьох компаній досягнення прогнозних показників прибутковості є фактично неможливим. З іншого боку, менеджмент підприємств зацікавлений у тому, щоб у звітності показувати показники, що свідчать про зростання доходності, оскільки це сприяє зростанню ринкової ціни акцій і позитивній оцінці професійних результатів їх роботи. У цьому зв'язку, керівництво може вдаватися до маніпуляцій, результатом яких є штучне завищення показників прибутку, що відображаються у фінансовій звітності. Серед найпоширеніших прийомів необґрунтованого завищення показників прибутку є маніпулювання собівартістю реалізованої продукції, штучне завищення вартості запасів та дебіторської заборгованості та ряд інших.

Дослідження доводять, що такого роду бухгалтерські об'єкти можна виявити шляхом порівняння суми чистого прибутку з чистим грошовим потоком від операційної діяльності, які наводяться у Звіті про рух грошових коштів. Індикатором проблеми слугуватиме ситуація, за якої існує стійка тенденція до зростання показників прибутку, а показники чистого грошового потоку зменшуються або залишаються приблизно на незмінному рівні. Підкреслимо, що чисті грошові потоки підприємств, що динамічно розвиваються, будуть зростати і це буде першою ознакою зростання вартості бізнесу.

Вважаємо, що додана вартість, яка створена за окремий період є адекватним критерієм ефективності діяльності господарських структур. Це можна обґрунтувати тим, що показники, на основі яких розраховується вартість, мають меншу здатність до маніпулювання. Не потребує доведення та обставина, що маніпулювати показниками чистих грошових потоків та вартістю капіталу набагато складніше, ніж показником прибутку. Вартісна діагностика ефективності діяльності підприємства, однак, не позбавлена недоліків і проблемних питань. Перша проблема полягає у тому, щоб вибрати із існуючих показників та концепцій оцінки доданої вартості найбільш адекватну для конкретного підприємства. Огляд основних методичних підходів до оцінки та управління вартістю підприємства наведено в таблиці 3.4.

Таблиця 3.4

Методичні підходи до управління вартістю підприємства [41, с. 54]

DCF: дисконтування Cash-flow (Раппапорт, Коупленд, McKinsey)	Cash-flow-ROI (Boston Consulting Group), Cash Value Added (CVA)	Economic Value Added, EVA® (Stern/Stewart)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• поділ на прогнозний та залишковий період;</li> <li>• планування Cash-flow;</li> <li>• розрахунок показника Free Cash-flow (FCF);</li> <li>• застосування формули "довічної ренти" для розрахунку залишкової вартості;</li> <li>• орієнтація на ринок капіталів при визначення вартості</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• розрахунок показника рентабельності інвестицій на базі Cash-flow (CFROI);</li> <li>• два варіанти розрахунку CFROI: статичний і динамічний;</li> <li>• динамічний варіант базується на методиці внутрішньої ставки відсотка.</li> </ul> $CVA_t = (CFROI_t - WACCs) \cdot BIt$ <ul style="list-style-type: none"> <li>• статичний варіант:</li> <li>• <math>CFROI = (\text{валовий CF} -</math></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• розрахунок показника NOPAT (прибуток підприємства перед сплатою відсотків за кредити та після оподаткування);</li> <li>• коригуючі проводки при визначення суми інвестованого капіталу;</li> <li>• коригування WACC на податковий мультиплікатор;</li> <li>• орієнтація на ринок капіталів при визначення</li> </ul>

капіталу та ставки дисконтування	амортизація) / валовий обсяг інвестицій; $CVAt = CFt - At - WACCs \cdot BIt$ <ul style="list-style-type: none"> <li>орієнтація на ринок капіталів при визначення вартості капіталу</li> </ul>	вартості капіталу; <ul style="list-style-type: none"> <li>теперішня вартість усіх очікуваних у майбутніх періодах обсягів EVA - ринкова додана вартість (Market Value Added = MVA)</li> </ul>
----------------------------------	--	--

Західні дослідники виокремлюють абсолютні та відносні показники, що характеризують вартість підприємства та її зростання. До найбільш поширених абсолютних вартісних показників належать показники економічної доданої вартості (EVA) та доданої вартості грошового потоку (CVA). До відносних показників, що характеризують вартість підприємства можна віднести показник CFROI (рентабельності інвестицій на базі Cash-flow) та WACC (середньозважена вартість капіталу) [58, 59, 61, 62, 63].

Найбільш відомим у вітчизняній практиці оцінки вартості підприємства є метод дисконтування грошових потоків. (Discounted-Cash-Flow-Methode=DCF). Методичний підхід ґрунтується на величині теперішньої вартості майбутнього Cash-flow, яку може генерувати об'єкт оцінки у розрізі окремих періодів. Концепція DCF обґрунтована в роботах Раппапорта та Коупленда. Практичною реалізацією методу вперше почала займатися компанія McKinsey. Вартісні параметри підприємства визначаються згідно з цією моделлю двома основними величинами:

- 1) обсягом прогнозного чистого грошового потоку підприємства, який очікується в довгостроковому періоді;
- 2) заданого ринком рівня ризику вкладення коштів у підприємство, який знаходить своє втілення у ставці дисконтування, відповідно, в ставці вартості залучення підприємством капіталу.

Алгоритм розрахунку вартості підприємства (нетто) методом DCF можна представити в такому вигляді:

$$ВП_{DCF} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+p)^t} + \frac{ЗВП}{(1+p)^n} - ПК, \quad (3.2)$$

де  $ВП_{DCF}$  - вартість підприємства на дату оцінки, визначена за методом DCF;  
 $FCF_t$  - сумарна величина операційного та інвестиційного грошового потоку в періоді  $t$ ;

ЗВП - залишкова вартість підприємства в періоді  $n$ ;

$\rho$  - коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ( $\rho = WACCs/100$ ).

В теорії і практиці на сьогодні домінує підхід, за яким, для оцінки вартості підприємства за методом дисконтування грошових потоків слід здійснити чотири кроки оцінки:

1. Визначення прогнозного періоду;
2. Розрахунок ставки дисконтування;
3. Прогнозування величини вільного грошового потоку;
4. Визначення залишкової вартості компанії [38, с.364].

1) Прогнозний період. З теоретичної точки зору, цей період може бути нескінченним, однак, на практиці, слід виходити із періоду корисної експлуатації об'єкта. Якщо оцінка здійснюється в рамках прийняття рішення про тимчасове вкладення капіталу в підприємство (довгострокові позики чи інвестування коштів у корпоративні права) то прогнозний період буде співпадати зі строками, на які кошти планується вкласти у підприємство. Якщо ж строк інвестування є невизначеним, то прогнозний горизонт буде поширюватися до моменту повної стабілізації діяльності та доходів підприємства.

2) Ставка дисконтування характеризує ставку відсотка (норму прибутку), за якою майбутні грошові потоки приводяться до теперішньої вартості. Залежить від існуючого на ринку капіталів рівня доходності та ризику інвестування в конкретний актив (підприємство, проект). Вважаємо, що найбільш адекватним способом розрахунку ставки дисконтування є використання алгоритму середньозваженої вартості капіталу ( $WACC=$ Weighted Average Cost of Capital):

$$WACCs = K_{вк} \frac{ВК}{К} + (1 - S) K_{пк} \frac{ПК}{К} \quad (3.3.)$$

де  $K_{вк}$  - очікувана ставка вартості власного капіталу;

$K_{пк}$  - очікувана ставка вартості позичкового капіталу.

К - сума капіталу підприємства;

ВК - сума власного капіталу;

ПК - сума позичкового капіталу;

S – коефіцієнт, що характеризує ставку податку на прибуток.

Середньозважена вартість капіталу показує середню доходність, яку очікують (вимагають) капіталодавці (власники та кредитори), вкладаючи кошти в підприємство. Вона залежить від структури капіталу, а також ціни залучення капіталу від власників та кредиторів.

Головна проблема, з якою стикаються фінансисти при застосуванні моделі WACC полягає у визначенні ціни залучення власного капіталу (Квк), зокрема значення очікуваної ставки вартості власного капіталу. Це питання до цих пір не знайшла свого повного вирішення ні в теорії ні в практиці. Серед можливих способів розрахунку очікуваної ставки вартості власного капіталу в науково-практичній літературі розглядають такі [46, с. 110]:

- модель оцінки капітальних активів (САРМ), за якої слід скористатися інформацією щодо значення  $\beta$ -коефіцієнта, безризикової процентної ставки та середньої доходності на ринку;

- суб'єктивна оцінка: відсотки за довгостроковими облігаціями або депозитними вкладками плюс надбавка за специфічні ризики, характерні для даного підприємства (галузі);

- використання показника оберненого до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (price earnings ratio, PER), наприклад, якщо  $PER = 5/1$ , то  $Квк = 1/PER = 1/5 = 0,2$  або 20%;

- модель приросту дивідендів (Гордона), згідно з якою ціна залучення власного капіталу визначається як відношення прогнозованої суми дивідендів на наступний рік ( $D_1$ ) до курсу акцій (КА), скоригованого на величину приросту дивідендів ( $g$ ):  $Квк = D_1/КА + g$ .

На практиці найчастіше використовують перші два підходи. У першому варіанті (який використовується здебільшого при обчисленні ставки дисконтування західних підприємств) для визначення Квк використовують

модель оцінки доходності капітальних активів (CAPM = Capital Asset Pricing Model):

$$\text{CAPM (К вк)} = i + (R_M - i) \times \beta \quad (3.4)$$

CAPM розраховується як сума безризикової процентної ставки на ринку капіталів ( $i$ ) та премії за ризик вкладень в конкретний об'єкт інвестицій. Отже, ставка вартості власного капіталу за методом CAPM залежить від трьох компонентів: безризикової ставки на ринку капіталів ( $i$ ); середньої доходності ринкового портфеля інвестицій ( $R_M$ ); коефіцієнта бета, що характеризує ризик вкладень в конкретний об'єкт [46, с.361]. Основна проблема використання CAPM в Україні для підприємств, корпоративні права яких не мають обігу на фондовому ринку, полягає в складності розрахунків середньої доходності ринкового портфеля інвестицій та у кількісному розрахунку показника, який характеризує ризику.

Окремі вітчизняні автори пропонують, помилковий шлях вирішення проблеми розрахунку ставки вартості власного капіталу та ставки дисконтування загалом. Так, Климчик С.В. обґрунтовує алгоритм розрахунку так званого критерію чистої вартості капіталу ( $K_s$ ) [52, с. 111]. Саме цей критерій автор рекомендує використовувати як ставку дисконтування. При цьому до розрахунків залучається ставка рефінансування ( $K_{rf}$ ), премія за ризик ( $RP_m$ ) та поправочний коефіцієнт розрахунку ( $\beta$ ):  $K_s = K_{rf} + (RP_m) \beta$ . За детального розгляду наведеного алгоритму можна знайти багато аналогій з формулою розрахунку CAPM (3.4). Водночас, автор вдається до невиправданих підмін понять, що в кінцевому підсумку не дає підстави до об'єктивного трактування ставки дисконтування, розрахованої за цією версією. Так, безризикову ставку доходності ( $i$ ), автор підмінює ставкою рефінансування, а коефіцієнт бета підмінюється поправочним коефіцієнтом з незрозумілою природою визначення.

Для вирішення проблеми підбору величини середньо ринкової премії за ризик в Україні пропонуємо враховувати норму додаткової доходності за інвестиціями в країни центральної та східної Європи. Для розрахунку бета-



фактора, слід скористатися спрощеним аналоговим підходом: підбирається компанія відповідного виду діяльності, яка діє на ринку СНД або у Сх. Європі і корпоративні права якої мають обіг на фондовому ринку (підбирається до десяти компаній). Інформація про бета-фактор відповідних аналогових компаній береться з джерел провідних агентств з опрацювання фінансової інформації, наприклад, Bloomberg. Середнє значення бета-фактора підприємств аналогів коригується на рівень заборгованості оцінюваного підприємства з урахуванням дії податкового мультиплікатора в Україні. Отримані таким чином значення премії за ризик і бета-фактора підставляються в алгоритм 3.4 з послідуочим розрахунком ставки залучення власного капіталу.

3) Другий принцип забезпечення зростання вартості за Раппапортом рекомендує менеджменту при прийнятті фінансових рішень орієнтуватися на прогнози майбутніх чистих грошових потоків (cash-flow) [48, с. 69]. Ця теза обґрунтовується тим, що вартість підприємства характеризує еквівалент його цінності, виражений у ймовірній сумі грошей. Саме величина майбутніх грошових потоків, яку генеруватиме компанія визначає ринкову вартість підприємства. Прогнозування величини FCF у розрізі окремих періодів здійснюється з використанням експертних та статистичних методів прогнозування фінансових показників. Free Cash-flow (FCF) формується з двох основних складових: операційного Cash-flow та інвестиційного Cash-flow. Схема розрахунку операційного CF для цілей оцінки вартості дещо відрізняється від порядку, передбаченого П(с) БО 4. Відмінності стосуються врахування податків на прибуток підприємства та відсотків за користування позиками. Згідно з вимогами щодо складання звіту про рух грошових коштів (ф. 3) для визначення чистого руху коштів від операційної діяльності у звіті показується сума використаних грошових коштів для сплати податків на прибуток (вибірка даних щодо записів по дебету рахунку „розрахунку за податками”) та відсотків (вибірка даних щодо записів по дебету рахунків „розрахунки за нарахованими відсотками” та „фінансові витрати”). Оскільки такого роду величини досить важко спрогнозувати, для цілей оцінки рекомендується визначати показник NOPAT (прибуток підприємства до сплати відсотків та після оподаткування), для розрахунку якого враховується нарахована

сума податків на прибуток. Різниця ж між нарахованою та сплаченою сумою податків частково знайде своє відображення при коригуванні валового CF на зміни в оборотних активах та поточних зобов'язаннях операційного характеру.

Інвестиційний Cash-flow визначається прямим методом, на основі аналізу змін у статтях розділу балансу "Необоротні активи" та статті "Поточні фінансові інвестиції", як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками за цими статтями.

Окремими вітчизняними методиками рекомендується помилковий, підхід, згідно з яким в якості бази для дисконтування пропонується брати чистий Cash-flow по підприємству від усіх видів діяльності: операційної, інвестиційної та фінансової. Саме останній показник зумовлює хибність розрахунків, оскільки фінансовий Cash-flow визначається з урахуванням виплати дивідендів, повернення внесків інвесторів тощо. Для дисконтування ж слід приймати величину грошового потоку, на яку можуть претендувати капіталодавці, що й характеризується показником FCF. Факт виплати (чи не виплати) дивідендів, повернення інвестованого капіталу чи кредитів ніяким чином не впливає на оцінку, оскільки відповідні операції не впливають на величину грошових потоків із внутрішніх джерел.

Слід враховувати, що чим ширшим є горизонт планування, тим вищим є рівень ризику невірної оцінки майбутнього грошового потоку. Фактор ризику слід відображати не в прогностичних показниках FCF, а в ставці дисконтування. Дослідження показують, що в довгостроковому періоді показники FCF мають тенденцію наближуватися до показника NOPAT. Це пояснюється тим, що зміни в поточних активах та поточних зобов'язаннях в довгостроковому періоді взаємокомпенсуються і в сумі прямують до нуля. Це ж саме стосується і змін в необоротних активах.

4) Визначення залишкової вартості підприємства. В науково-практичних джерелах цей показник позначають також як „вартість реверсії”. Мова йде про розрахунок величини чистого грошового потоку, який можна отримати в результаті ліквідації (чи продажу) об'єкта оцінки в гіпотетичному постпрогнозному періоді. Залишкова вартість акціонерного капіталу відповідає

грошовій сумі, на яку можуть розраховувати власники простих акцій, майнові вимоги розглядаються в останню чергу [15, с. 106].

Суттєва проблема, яку слід вирішити у процесі управління вартістю компанії полягає в тому, що окремі види продукції (проекти, структурні одиниці), підприємство в цілому можуть характеризуватися прибутком, однак не генерувати додаткової вартості. Запровадження фінансового управління на базі EVA дозволяє вирішити зазначену проблему, оскільки цей показник може розраховуватися в цілому по підприємству та у розрізі окремих груп продукції, видів діяльності, окремих структурних підрозділів, проектів. Концепція EVA ґрунтується на зіставленні прибутку підприємства за певний період з витратами на капітал, інвестований у відповідному періоді. З цією метою використовують такі алгоритми:

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_s \cdot IK_t) \quad (3.5)$$

$$EVA_t = (ROIC_t - WACC_s) \cdot IK_t, \text{ де} \quad (3.6)$$

$IK_t$  – сума інвестованого капіталу підприємства в періоді  $t$  (за вирахуванням елементів позичкового капіталу на які не нараховуються відсотки).

$ROIC_t$  – рентабельність інвестованого капіталу ( $NOPAT / IK_t$ ).

Підприємство створює додаткову вартість лише у разі, якщо рентабельність інвестицій перевищує ставку вартості залучення капіталу. Таким чином, вартість капіталу має визначати мінімальні цільові значення рентабельності підприємства (проекта, продукту тощо) і є з'єднуючою ланкою у всій системі управління вартістю. Економічну додану вартість можна інтерпретувати як дохід підприємства, отриманий понад очікування інвесторів. Теперішня вартість усіх очікуваних у майбутніх періодах обсягів EVA в науково-практичній літературі позначається як ринкова додана вартість (Market Value Added = MVA).

Свідченням практичної значимості та переваг показника EVA є те, що управління фінансами на базі EVA запроваджено на багатьох крупних, всесвітньо відомих підприємствах (Siemens, Volkswagen). На основі систематизації та

творчого переосмислення результатів попередніх досліджень [59, с.57], сформулюємо переваги цього методу над іншими:

- економічність, комплексність та гнучкість у використанні;
- можливість використання для оцінки ефективності діяльності як за певний період, так і за декілька періодів і у довгостроковому періоді;
- менший обсяг прогностичних розрахунків, а отже, менша ймовірність помилкової оцінки;
- спрощується план-факт порівняння;
- можливість інтеграції в систему трансфертного ціноутворення та оцінку ефективності центрів відповідальності.

Окремі автори, оперують спрощеним трактуванням практичного значення методу EVA. Вказується, зокрема, що за допомогою цього методу вимірюють додану вартість, створену при реструктуризації [15, с.111]. Однак, діапазон практичного використання показника економічної доданої вартості є значно ширшим. Вважаємо, що основні напрямки використання цього показника полягають у такому:

- фінансова діагностика, зокрема, при оцінці ефективності діяльності підприємства, центрів прибутковості, виробництва окремих видів продукції;
- критерій мотивації та винагороди менеджерів (заробітна плата, премії, бонуси) за результати діяльності;
- оцінка фінансових інвестицій та управління портфелем продукції (робіт, послуг);
- оцінка вартості підприємства, Due Diligence;
- оцінка кредитоспроможності.

На базі EVA можна проводити оцінку вартості підприємств, корпоративних прав та окремих майнових об'єктів. Оцінка вартості на базі EVA ґрунтується на принципі дисконтування, який покладено в основу описаного вище методу DCF, однак, замість показника FCF враховується EVA. Окрім цього, у розрахунках задіяна початкова та проміжні величин інвестованого капіталу. Основні фактори впливу на вартість об'єкту оцінки за методом економічної доданої вартості:

структура капіталу, вартість залучення різних видів капіталу, фінансові результати, величина інвестицій (в основні та оборотні активи). Для більшої точності оцінок необхідно скоригувати окремі позиції звітності. Теперішня вартість прогнозованої доданої вартості у майбутніх періодах становить приріст вартості підприємства (інвестованого капіталу) в аналізованому багаторічному циклі. Досить складним завданням, яке слід вирішити за використання методу EVA полягає у правильному розрахунку суми інвестованого капіталу (ІКт) в розрізі окремих періодів. Для цілей оцінки слід розрахувати суму скоригованого інвестованого капіталу. Коригування означає зменшення суми активів підприємства на кінець попереднього періоду на позиції пасивів, на які не нараховуються відсотки (забезпечення наступних витрат і платежів, кредиторська заборгованість тощо).

Для прийняття стратегічних рішень слід враховувати теперішню вартість EVA по виробництву окремого продукту протягом очікуваного життєвого циклу продукції. Невід'ємною складовою управління фінансами підприємства з використанням концепції EVA є запровадження систем стимулювання та мотивації менеджменту на базі EVA та розрахунок цього показника у розрізі окремих центрів відповідальності. Така система дозволяє гармонійно поєднати інтереси менеджерів та інвесторів, а отже, пом'якшити конфлікт інтересів, який зазвичай виникає між зазначеними сторонами. Перехід на управління на базі EVA потребує реалізації масштабних програм навчання та перепідготовки менеджерів. Так, у процесі переходу на вартісно-орієнтоване управління німецького концерну Volkswagen (VW) до кінця 2003р. увесь управлінський персонал VW (3500 менеджерів усіх рівнів) пройшов спеціальне навчання з основ EVA. Таким чином, усі ключові менеджери VW були ознайомлені з принципами управління на базі EVA.

Запровадження на підприємствах системи фінансової діагностики показників, що характеризують вартість підприємства дає змогу удосконалити такий важливий інструмент контролінгу як бюджетування. В останні роки традиційне бюджетування зазнає серйозної критики з боку практиків. Основні недоліки традиційного бюджетування полягають у такому:

- надто затратний процес розробки та складання бюджетів (як з точки зору витрат робочого часу, так і ресурсів);

- низький рівень гнучкості;

- недостатній зв'язок зі стратегічними цілями;

- сильна прив'язка до монетарних фінансових показників;

- недостатня орієнтація на динамічні зміни на ринках;

- генератор внутрішніх конфліктів на підприємстві.

Дослідження показують, що фінансова система України і її суттєва складова - фондовий ринок, у зв'язку з високим рівнем інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин, дією неринкових механізмів як в державному, так і в корпоративному секторі перебуває на найнижчому щаблі конкурентоспроможності. Більше того, ці механізми консервують низьку ринкову вартість підприємств, стримують зростання їх капіталізації, а також галузей і економіки в цілому. Капіталізація економіки України складає кілька відсотків валового внутрішнього продукту, тоді як у передових країнах цей показник суттєво перевищує ВВП. Як наслідок, фінансова система України тінізована на 50-60 відсотків і процес її „керованого освітлення” проходить настільки, наскільки це вигідно представникам вітчизняних та іноземних ФПГ і ТНК [22, с. 30]. Запровадження елементів вартісного підходу до фінансової діагностики вітчизняних підприємств дозволить у значній мірі зменшити наслідки інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин та нейтралізувати пов'язаний із цим конфлікт інтересів.

## Висновки до третього розділу

1. Для забезпечення конкурентоспроможності рейтингових оцінок вони мають відповідати певним критеріям, зокрема, характеризуватися високим рівнем прогностичної здатності, достовірності, транспарентності, об'єктивності та економічності. Дотримання зазначених критеріїв є необхідною але недостатньою умовою визнання рейтингових оцінок ринком. Оцінка ефективності методик фінансової діагностики у значній мірі має зводитися також до тестування рівня виконання методикою функцій, які має виконувати фінансова діагностика.

2. Економічність фінансової діагностики на основі рейтингів має забезпечуватися тим, що витрати на проведення рейтингової оцінки підприємств мають бути меншими, ніж економічний ефект від присвоєння рейтингу. Для кредиторів економічний ефект рейтингування позичальників полягає у зменшенні ризиків неповернення позик та у можливому зменшенні витрат на оцінку кредитоспроможності. Для компаній – об'єктів рейтингової оцінки економічний ефект рейтингування обчислюється величиною зменшення вартості залученого капіталу. Враховуючи, що витрати на послуги з присвоєння рейтингів, які здійснюються зовнішніми рейтинговими агентствами є досить високими, замовлення рейтингової оцінки є виправданим лише для крупних компаній, які мають значні обсяги потреби в капіталі. Для малих та середніх підприємств може застосовуватися внутрішнє рейтингування, яке здійснюється кредитуючим банком.

3. Для оцінки якості моделі рейтингової оцінки рекомендується використовувати методологію ROC-аналізу (аналіз прогностичної здатності) Цей аналіз можна використовувати як для оцінки ефективності моделі чи системи рейтингової оцінки, так і для визначення прогностичної здатності окремих кількісних чи якісних показників. Важливим елементом, який визначає якість моделі фінансової діагностики є правильно підібране порогове значення (лінії поділу груп підприємств). Для визначення оптимального порогового значення слід розрахувати чутливість та специфічність моделі за кожного варіанту лінії поділу. В результаті нанесення відповідних значень чутливості та специфікації на

координатну площину отримуємо криву ROC. Оптимальна межа поділу груп підприємств знаходиться в точці максимального співвідношення чутливості та специфічності (в нашій моделі це точка з коефіцієнтом ймовірності дефолту 0,4992, чутливістю 88% та специфічністю 90,3). Оскільки ці значення співпали з розрахованими, обрана в логіт-моделі лінія поділу є найбільш оптимальною.

4. Дослідження вартісного підходу до управління фінансами дозволяє виокремити три основні концепції: дисконтування грошових потоків (DCF), економічної доданої вартості (EVA).



## ВИСНОВКИ

1. Фінансова діагностика – це процес ідентифікації якості фінансового стану підприємства та визначення чинників, які впливають на покращення чи погіршення фінансових параметрів суб'єкта господарювання. Економічна природа та цілі аналізу фінансового стану, діагностики банкрутства та оцінки кредитоспроможності підприємства в цілому є ідентичними. Виходячи з єдності методичних прийомів, основних функцій та завдань згаданих видів процедур їх доцільно об'єднати під узагальнюючою назвою „фінансова діагностика”. Найважливішими користувачами результатів внутрішньої діагностики є керівництво підприємства, менеджмент лінійних підрозділів, власники крупних пакетів корпоративних прав. Адресатами зовнішньої діагностики здебільшого є потенційні інвестори, акціонери, кредитори, органи державної влади, а також менеджмент підприємства. Зовнішня діагностика є інструментом зменшення інформаційної асиметрії між підприємством, яке є об'єктом вкладення капіталу та капіталодавцями.

2. У процесі організації аналітичної роботи на підприємстві домінуючі позиції займає фінансовий контролінг. Контролер є „постачальником“ фінансової інформації та показників для прийняття фінансових рішень. Для цілей удосконалення фінансової діагностики можуть використовуватися такі функціональні інструменти контролінгу як планування, прогнозування, управлінський облік. Роль фінансової діагностики у зменшенні інформаційної асиметрії, а також пріоритетне місце інформаційного забезпечення в системі функцій контролінгу дозволяють віднести фінансову діагностику до числа ключових функціональних інструментів контролінгу. Результати діагностики слугують інформаційною підтримкою прийняття управлінських рішень в галузі фінансового та комерційного кредитування, інвестування, аквізицій, реорганізації, диверсифікації діяльності.

3. Під контролінгом слід розуміти систему інформаційної підтримки управлінських рішень на основі використання сукупності методів та процедур з

фінансової діагностики, методичного та консультаційного забезпечення, а також щодо координації планування, обліку, контролю та ризик-менеджменту.

4. При визначенні цільового значення показників, що характеризують структуру капіталу підприємства та оборотність слід орієнтуватися не лише на середньо галузеве їх значення, а й медіанне. Медіана – це значення ознаки, що припадає на середину досліджуваної системи показників і поділяє упорядкований ряд розподілу на дві рівні за обсягом частини. Необхідність використання медіанного значення показників як орієнтованих значень для цілей фінансової діагностики зумовлена несиметричністю розподілу значень фінансових показників. Як правило, відстань між нижньою межею і медіаною є меншою, ніж медіаною і верхньою межею коефіцієнтів.

5. Аналіз вітчизняної практики фінансової діагностики підприємств з використанням різних методичних підходів висвітлює широке коло проблем, які існують у цій сфері. Вади вітчизняної практики фінансової діагностики випливають із недоліків традиційного підходу до аналізу. Відсутність достатнього наукового обґрунтування критичних значень фінансових показників, їх комбінації, що включаються в окремі методики, нехтування можливостями економетричних методів обробки інформації, майже повне ігнорування показників, що характеризують вартість підприємства та його чисті грошові потоки роблять результати фінансової діагностики у багатьох випадках досить однобічними та суб'єктивними. Суттєвою вагою практики фінансової діагностики в Україні є фактично повна відсутність оцінки ефективності методик, що використовуються. Це дає підстави стверджувати що діагностика фінансового стану підприємств в Україні здебільшого не виконує притаманні їй функції.

6. Одним із варіантів забезпечення ефективної фінансової діагностики є побудова системи рейтингової оцінки підприємств. Залежно від інституту, який присвоює рейтинг, рейтингова оцінка може бути зовнішньою або внутрішньою. Активізація внутрішнього рейтингування у значній мірі є результатом прийняття Базельським комітетом з банківського нагляду рекомендацій „Базель II”, які передбачають поступовий перехід на рейтингову систему оцінювання кредитних ризиків. До перспективних напрямків використання рейтингування можна

віднести створення ефективного інструментарію оцінки ризиків, покращення стандартів розкриття інформації про позичальників та емітентів, забезпечення диверсифікації джерел фінансування підприємств та доступу до дешевих ресурсів.

7. Діяльність служб контролінгу у сфері рейтингування має концентруватися на вирішенні трьох основних завдань:

- комунікація з рейтинговими агенціями, фінансовими аналітиками, банками, іншими установами, які здійснюють присвоєння рейтингів або безпосередньо впливають на рівень рейтингових оцінок на основі забезпечення ефективної інформаційної політики,

- управління рейтингом власної компанії на основі оптимізації кількісних та якісних характеристик, що враховуються в процесі присвоєння рейтингів, зокрема, забезпечення подання якісної звітності, сприятливої структури балансу, достатності показників інших форм звітності;

- рейтингування чи аналіз рейтингів підприємств, з якими компанія тим чи іншим чином може вступити у відносини комерційного кредитування чи інвестування.

Центральна проблема рейтингування пов'язана із необхідністю накопичення достатнього обсягу первинної інформації для здійснення аналітичних процедур. Перехід на рейтингову систему оцінювання кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємств потребує від них суттєвих змін в інформаційно-комунікаційній політиці. Оскільки інформація, яка надається для оцінки підприємств за традиційними методами є недостатньою для присвоєння рейтингу. Рейтинг можна інтерпретувати як інструмент оцінки довіри до компанії. Завдяки цьому інструменту можна зменшити ціну залучення капіталу, а також підвищити ринкову капіталізацію підприємства. Саме тому рейтингова система оцінювання потребує підвищення рівня транспарентності діяльності підприємства.

8. Об'єктивність рейтингів має забезпечуватися використанням економетричних методів обробки інформації. Для побудови моделі рейтингової оцінки слід підібрати адекватний економетричний апарат. Обґрунтована модель рейтингової оцінки, що ґрунтується на інтеграції методів дискримінантного

аналізу та логістичної регресії дозволяє розрахувати інтегральний показник із залученням великої кількості фінансових індикаторів та їх селекцію. Методу логістичної регресії вирішує проблему зони невизначеності та рестриктивних обмежень, притаманних дискримінантному аналізу. Переваги логіт-моделі полягають у тому, що для їх розробки потрібно дотримуватися меншого числа припущень, зокрема, щодо нормального розподілу незалежних змінних та рівності дисперсійно-коваріаційних матриць. Оперуючи не надто обмежувальними припущеннями логіт-модель забезпечує достатньо чітке розмежування фінансово стійких від фінансово неспроможних підприємств. Практичне використання логіт-моделей рейтингової оцінки забезпечує високу транспарентність прийняття фінансових рішень.

9. Для забезпечення конкурентоспроможності рейтингових оцінок вони мають відповідати певним критеріям, зокрема, характеризуватися високим рівнем прогностичної здатності, достовірності, транспарентності, об'єктивності та економічності. Дотримання зазначених критеріїв є необхідною але недостатньою умовою визнання рейтингових оцінок ринком. Оцінка ефективності методик фінансової діагностики у значній мірі має зводитися також до тестування рівня виконання методикою функцій, які має виконувати фінансова діагностика.

10. Для оцінки якості моделі рейтингової оцінки рекомендується використовувати методологію ROC-аналізу (аналіз прогностичної здатності). Важливим елементом, який визначає якість моделі фінансової діагностики є правильно підібране порогове значення (лінії поділу груп підприємств). Для визначення оптимального порогового значення слід розрахувати чутливість та специфічність моделі за кожного варіанту лінії поділу. В результаті нанесення відповідних значень чутливості та специфікації на координатну площину отримуємо криву ROC.

11. Згідно із сучасними тенденціями в розвитку корпоративних фінансів аналітична діяльність в рамках фінансової діагностики має концентруватись, з одного боку, на інтегральних методах оцінки фінансового стану компанії, а з іншого – на вартісних оціночних показниках. Запровадження вартісного підходу до фінансової діагностики у значній мірі дозволяє зменшити наслідки

інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин та нейтралізувати пов'язаний із цим конфлікт інтересів. Практична реалізація вартісного підходу в прийнятті управлінських рішень належить до компетенції фінансового контролінгу, який має здійснювати постановку обраної концепції вартісного управління, займатися оцінкою, плануванням та моніторингом вартості підприємства в цілому та окремих центрів відповідальності

12. Показники прибутковості та рентабельності не є достатнім критерієм оцінки ефективності діяльності господарських структур. Альтернативним способом оцінки ефективності є розрахунок показників, що характеризують рівень зміни вартості суб'єкта господарювання за аналізований період. Завдяки запровадженню системи вартісних показників можна оцінити величину створення (чи поглинання) вартості підприємством в цілому чи окремими центрами відповідальності. В рамках цього підходу пропонується створення системи вартісної діагностики підприємства, запровадження механізмів стимулювання менеджменту до реалізації проектів, спрямованих на генерування доданої вартості, перехід від бюджетування діяльності на систему плаваючих прогнозів.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Андрощук О. Вплив інформаційної прозорості на вартісні параметри підприємства // Ринок цінних паперів України. - 2016. — №1-2. — С.69—74.
2. Анташов В.А., Уварова Г.В. Экономический советник менеджера. – Минск: Финансы, учёт, аудит. – 1996. – 215 с.
3. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. – М.: Финансы и статистика. – 2001. – 49 с.
4. Балабанов И.Т. Финансовый анализ и планирование хозяйственного субъекта. – М.: Финансы и статистика. – 2001. – 208 с.
5. Бандурка О.М., Коробов М. Я., Орлов П.І., Петрова К.Я. Фінансова діяльність підприємств: Підручник. – К.: Либідь. – 2003. – 384с.
6. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. – К.: Ника-Центр, 1999. – Т.1.
7. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. – К.: Ника-Центр, 1999. – Т.2.
8. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. – 1008с.
9. Ван Хорн Дж., Вахович Дж. Основы финансового менеджмента, 12-е издание: пер с. англ. – М. : ООО Вильямс, 2006. – С. 250.
10. Внукова Н., Потьомкін Ю. Кредитно-рейтингова оцінка підприємств-емітентів як інструмент забезпечення розвитку фондового ринку України // Ринок цінних паперів України. - 2016. — №1-2. — С.93—98.
11. Галасюк В. SGMCA – спрощений метод оцінки кредитоспроможності компаній на основі міжнародних стандартів бухгалтерського обліку. // Вісник НБУ- 2006. — №10. — С.14—17.
12. Голов С.Ф. Управлінський облік: підручник / С.Ф. Голов. - К. : Лібра, 2017. - 704 с.
13. Господарський кодекс України. // Відомості Верховної Ради (ВВР), 2003, № 18.

14. Давыдова Г.В., Беликов А.Ю. Методика количественной оценки риска банкротства предприятий. // Управление риском. – 1999. - №3. – с. 13-20.
15. Енциклопедія банківської справи України./ Редкол.: В.С. Стельмах та ін. - К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.
16. Зятковський І.В. Фінанси суб'єктів господарювання в умовах інституційних перетворень: Монографія. – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – 338с.
17. Івахненко С.В., Мелих О.В. Фінансовий контролінг: методи та інформаційні технології / С.В. Івахненко, О.В. Мелих. – К. : Знання, 2018, - 319 с.
18. Ковалев В.В. Финансовый анализ: управление капиталом. Выбор инвестиций, Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 2001 – 512с.
19. Ковалев В.В. Финансовый учет и анализ: концептуальные основы. – М.: Финансы и статистика, 2004.
20. Контроллинг как инструмент управления предприятием./ Е.А.Ананькина, Н.Г.Данилочкина, Л.Е. Долгов и др. – М.: ЮНИТИ, 1998. – 279 с.
21. Корнєєв В.В. Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія. – К.: Основа, 2016. – 192 с.
22. Корнійчук О. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможності моделі фондового ринку України // Ринок цінних аперів України. - 2016. – №1-2. – С.27–42.
23. Костирко Л.А. Діагностика потенціалу фінансово-економічної стійкості підприємства: Монографія. – Луганськ: СНУ ім. В. Даля, 2004. – 240 с.
24. Кротюк В., Куценко О. Базель II: нова концептуальна редакція Базельської угоди про капітал // Вісник НБУ.-2006.-N3.- С.2 - 5.
25. Кротюк В., Куценко О. Базель II: розрахунок мінімально необхідної величини капіталу згідно з першою компонентою // Вісник НБУ.-2006.-N5.- С.16 - 22.
26. Лысенко Ю.Г. Экономика и кибернетика предприятия: современные инструменты управления: Монография. – Донецк, 2006. – 352 с.
27. Матвійчик А. Діагностика банкрутства підприємств. // Економіка України. – 2016. - №4.- С.20 - 28.

28. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства: Монографія. - К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.

29. Наконечний С.І., Терещенко Т.О., Романюк Т.П. Економетрія: Підручник. – Вид. 3 – те. – К.: КНЕУ, 2004. – 520с.

30. Островська О.А. Застосування інтегрованих показників у вітчизняній аналітичній практиці. // Фінанси, облік і аудит: наук. Зб. Вип. 6. – К. КНЕУ, 2005 – с. 106-113.

31. Островська О.А. Модель ідентифікації стійкості фінансового стану підприємств будівельних матеріалів: суть та необхідність розробки. // Ринок цінних паперів України. - 2003. — №9-10. – С.37—45.

32. Павловська О.В. Удосконалення методів аналізу фінансового стану підприємств //Фінанси України. - 2001. - №11. - С. 54 - 61.

33. Павловська О.В. Удосконалення методів пошуку резервів зростання прибутку // Фінанси України. - 2000. - №9. - С. 9 - 15.

34. Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями. // Режим доступу: [<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1700-12#n16>]

35. Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій. Накази Міністерства фінансів України від 01.04.2003 N 247 та від 26.10.2006 №1012. // Офіційний вісник України від 08.05.2003 - 2003 р., № 17, стор. 297, стаття 799.

36. Приймак С. Експертна діагностика і аудит фінансового стану підприємницьких структур в умовах ринкової економіки. // Збірник наукових праць. Випуск 2. НАН України, Інститут регіональних досліджень – Львів, 2002. – С. 8 - 17.

37. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций: Учебн. Пособие. – К.: Максимум, 2002. – 650 с.



38. Свиридова Н.В. Оценка финансового состояния организаций в условиях применения МФСО. // Финансы. – 2016. – №2. – С.67 – 68.
39. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій.: Підручник. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.
40. Терещенко О. Фінансова неспроможність підприємства: конфлікт інтересів та можливості його подолання // Вчені записки: Наук. зб. – К.: КНЕУ, 2002. – С. 183 – 190
41. Терещенко О., Приймак С. Управління вартістю підприємства в системі контролінгу // Ринок цінних паперів України. - 2016. – №1-2. – С.53–60.
42. Терещенко О.О. Антикризове фінансове управління на підприємстві: Монографія. – К. КНЕУ, 2004
43. Терещенко О.О. Дискримінантний аналіз в оцінці кредитоспроможності підприємства // Вісник НБУ. – 2003. – № 6. – С. 28–31.
44. Терещенко О.О. Поняття „контролінг” та „управлінський облік” у теорії і практиці // Фінанси України. - 2006. – №8. – С.137–146
45. Терещенко О.О. Санаційний аудит як інструмент зменшення інформаційних ризиків у процесі антикризового управління // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 3–4. – С.27–35.
46. Терещенко О.О. Управління фінансовою санацією підприємств: Підручник. - К.: КНЕУ, 2006. – 552 с/
47. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібн. - К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
48. Терещенко О.О., Стецько М.В. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту // Фінанси України. - 2016. – №3. – С.91 – 99.
49. Турило А.М. Методологічні підходи до оцінки фінансової діяльності підприємств // Фінанси України. - 2016. – №3. – С.100–104.
50. Фінанси підприємств. /За наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогіна. - 6-те вид. - К.:КНЕУ, 2006. – 552 с.
51. Чумаченко М.Г. Контролінг перспективи не має.// Фінансовий контроль. – 2005. - № 2 (26). – С. 35-38.

52. Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С. Методика финансового анализа. – М.: ИНФРА. – 1996. – 175с.
53. Antony R., Govindarajan V. Management Control Systems. - 9<sup>th</sup> edition. – Boston: Irwin, 2001. - 862 p.
54. Arrow K. J. The Economics of Agency, in: Principals and Agents: The Structure of Business, Boston, 1985. - p. 37-51.
55. Beermann K. Prognosemöglichkeiten von Kapitalverlusten mit Hilfe von Jahresabschlüssen. Düsseldorf, 1976.
56. Burger, A., Zur Klassifikation von Unternehmen mit neuronalen Netzen und Diskriminanzanalysen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 64. Jg. (1994). - S. 1165-1179.
57. Everling O., Bargende D. Externe Ratingsysteme als Fruehwarnsysteme. // Controlling, Heft 4/5, 2005. – S. 261-269.
58. Fischer T., Roedl K. Publizität wertorientierter Managementkonzepte in der Geschäftsberichten der DAX-30 Unternehmen // Controlling, Heft 1, 2005. – S. 23-31.
59. Franz K. P., Winkler C. IFRS und wertorientiertes Controlling. // Controlling. – 2006. – No. 8-9. – S. 417.
60. Georg H., Defizite der statistischen Insolvenzprognose, in: Hauschildt/Leker: Krisendiagnose durch Bilanzanalyse, 2. neu bearb. Aufl.: Köln, 2000. – S. 144-167.
61. Günter T., Damisch P. Flexibilitätsberücksichtigendes wertorientiertes Controlling // Controlling, Heft 7/8, 2003. – S. 361-371.
62. Hahn, D. Hungenberg, H. Planung und Kontrolle, Planungs- und Kontrollsysteme, Planungs- und Kontrollrechnung, Wertorientierte Controllingkonzepte. – 6. Aufl. – Wiesbaden, 2001. – 862 S.
63. Heigl, A., Controlling – Interne Revision. - 2. Aufl. – Stuttgart, New York, 1989. – 538 S.
64. Hilton R.W. Managerial Accounting, 5. A., New York 2002.
65. Horváth P. Controlling. – 9., vollständig überarb. Aufl. – München: Vahlen, 2003. – 931 S.

66. Kaplan, R.S., Atkinson, A.A. Advanced Management Accounting. – 3d edition. – Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall, 1998.- 798 p.

67. Meier Ch. Ratingmodelle Bauen und Validieren. // Der Schweizer Trehänder. No. 8, 2006. – S. 537-540.

68. Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value. // Harward Business Review. September 2006. – p. 68-76.

69. Rappaport A. Shareholder Value. – Stuttgart: Schaefer-Poeschel Verlag, 1999. – p.16.

70. Schönbrodt, B., Erfolgsprognosen mit Bilanzkennzahlen, Beiträge zum Rechnungs-, Finanz- und Revisionswesen. Frankfurt am Main und Bern. 1981. - S. 161.

71. Volkart R. Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition. – Zürich: Versus. – 2003. – S. 778.

72. Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. - Zuerich: Versus, 1999. - S.66-67.

73. Weber J. Einführung in das Controlling. - 9.Aufl., Stuttgart, 2002.- S.65.















