

ФІНАНСИ

УДК 336.012.23.003.12

О.В. НУСІНОВА, кандидат економічних наук, професор
Міжнародного науково-технічного університету

ОЦІНКА ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ З УРАХУВАННЯМ ІНТЕРЕСІВ ВЛАСНИКІВ

У статті розроблено методичні підходи до оцінки фінансової безпеки підприємства з точки зору власників корпоративних прав. Запропоновано при визначенні еталонної вартості бізнесу, яка може бути досягнута за умови усунення всіх загроз та небезпек, враховувати наявність заборгованості перед акціонерами, що визначається як різниця суми економічної амортизації та виплачених дивідендів.

Ключові слова: вартість бізнесу, фінансова безпека, амортизація, дивіденди, фінансова стійкість, прибуток, грошовий потік.

Вступ. Наявність загроз інтересам власників корпоративних прав впливає на рівень безпеки підприємства. Так, зменшення дивідендних виплат негативно впливає на ринкову вартість підприємства та, відповідно, скорочує можливості підприємства щодо залучення інвестицій. Тому оцінка фінансової безпеки підприємства має проводитись з урахуванням інтересів його власників. У праці [2] було наведено класифікацію загроз економічній безпеці за суб'єктами впливу, яка дозволяє виокремити економічні загрози безпосередньо підприємству та власникам корпоративних прав на нього.

Аналіз досліджень і публікацій. Розглянемо традиційні підходи до оцінки фінансової безпеки підприємства.

Погіршення фінансового стану спричиняє втрату частини прибутку. При цьому, залежно від встановленого ступеня кризи, втратами бізнесу можуть бути:

– втрати частини дебіторської заборгованості – з метою отримання грошових коштів від покупців підприємство втрачає деяку її частину, а саме: надані дисконти, знижки за вчасність при погашенні тощо;

– втрати від користування товарними кредитами – підприємство не має змоги вчасно розраховуватися за своїми зобов'язаннями перед постачальниками,

за що сплачує додаткові відсотки за користування товарними кредитами;

– втрати від неліквідів на складах – перебої у збуті продукції призводять до значного акумулювання залишків готової продукції та запасів на складах. Це об'єктивно призводить до втрати частини вартості цієї продукції внаслідок її пошкодження, знецінення;

– втрати від браку;

– втрата частини майна – для погашення заборгованості підприємство змушене реалізувати частину своїх основних засобів;

– штрафи, пені;

– фінансові санкції за несплату обов'язкових платежів.

У праці [4] при визначенні інтегрального показника безпеки запропоновано використовувати метод середнього геометричного:

$$I = \sqrt[N]{\prod_{n=1}^N Z_n}, \quad (1)$$

де Z_n – частковий показник безпеки, виражений у частках.

Обмеженням цього методу є те, що усі часткові показники мають бути безрозмірними та вираженими у частках. При цьому в процесі визначення середнього геометричного низький рівень за однією складовою безпеки компенсується за рахунок високого рівня за іншою складовою. На нашу думку, при визна-

ченні фінансової безпеки така компенсація неможлива, тому що відсутність загроз за однією складовою не може зменшити загрози за іншою. Тому при визначенні інтегрального показника фінансової безпеки більш адекватним є застосування принципу найгіршого варіанта, тобто низький рівень безпеки визнається у разі існування загроз хоча б за однією складовою безпеки.

Наявність великої кількості різнорідних показників, що мають різний економічний зміст, дуже ускладнює проведення оцінки рівня фінансової безпеки за інтегральними показниками та їх економічну інтерпретацію.

Тому доцільним є визначення рівня фінансової безпеки на основі показника, на якому відображається негативний вплив усіх можливих внутрішніх та зовнішніх загроз для підприємства. На наш погляд, таким показником є вартість підприємства.

Невипадково в сучасній теорії економічної ефективності центр ваги перемістився з прибутку в бік вартості підприємства. На важливості управління, зорієнтованого на вартість (Value-Based Management – VBM), в цей час наголошується в працях багатьох авторів. Так, у праці [1] зазначається, що менеджери керують корпорацією лише доти, поки не знайдеться інша команда менеджерів, яка за допомогою альтернативної стратегії зможе суттєво підвищити ринкову вартість цієї корпорації. «Зміна влади» закономірно відбувається у разі, якщо компанія не отримала достатніх результатів за критерієм вартості для акціонерів.

Постановка завдання. Розглянемо методичні підходи до оцінки фінансової безпеки підприємства з урахуванням інтересів власників корпоративних прав.

Викладення матеріалу та результати. Економічними проявами загрози погіршення фінансового стану є прямі та непрямі втрати прибутку через невідповідність фінансового стану встановленим зовнішнім та внутрішнім нормативам.

Відповідно, протистоїть цій загрозі фінансова безпека, рівень якої визначається за пропонованою нами концепцією [3] як співвідношення фактичної та

еталонної вартості бізнесу, яка могла б бути досягнута при нормалізації фінансового стану.

Для визначення еталонної вартості пропонуємо використовувати регресійні залежності котирувань акцій певного підприємства або усіх підприємств певної галузі на вітчизняних біржах від фінансових показників діяльності, репутації та показників тенденції ринку. Таким чином, можна записати:

$$Setal = f(EBITDA_{etal}, Brep, Iрин), \quad (2)$$

де $Brep$ – бальна оцінка репутації підприємства, грн;

$Iрин$ – індекс тенденції вітчизняного фондового ринку (індекс ПФТС);

$EBITDA_{etal}$ – еталонна величина EBITDA, яка може бути одержана за умови усунення всіх загроз фінансовій безпеці підприємства.

Еталонна величина EBITDA, яка була б отримана підприємством за абсолютного рівня фінансової безпеки, визначається, виходячи з її фактичної величини з урахуванням недоотриманої величини прибутку через невідповідність показників фінансового стану нормативам.

У випадку погіршення фінансового стану втрати бізнесу характеризують ту частину прибутку, яка витрачена на нейтралізацію загрози фінансового стану. У разі відсутності такої загрози еталонний прибуток (Pr_{max}) становить:

$$Pr_{max} = Pr_{\phi} + BB, \quad (3)$$

де Pr_{ϕ} – фактичний прибуток;

BB – втрати прибутку.

Для визначення величини Pr_{max} необхідно провести коригування балансу підприємства до такого стану, за якого забезпечується рівність нормативам та визначається величина нормативного грошового потоку, що генерують дані активи, яка потім за допомогою коригувальних коефіцієнтів переводиться у суму нормативного прибутку.

Розглянемо порядок коригування активу балансу. На першому етапі знаходимо нормативний залишок грошових коштів та їх еквівалентів на кінець

періоду з формули коефіцієнта абсолютної ліквідності:

$$ЗГКн = ПЗ \cdot Нал, \quad (4)$$

де $ЗГКн$ – нормативний залишок грошових коштів та їх еквівалентів;

$Нал$ – норматив коефіцієнта абсолютної ліквідності.

Аналогічно визначаються нормативні величини інших статей балансу за показниками ліквідності, платоспроможності та фінансової стійкості.

Різниця між нормативною та фактичною величиною залишків активів характеризує частину грошового потоку підприємства, яка мала б бути отримана при дотриманні нормативів показників фінансового стану.

У разі проведення оцінки безпеки фінансового стану підприємства з позиції його власника при визначенні вартості власного капіталу має бути враховано величину економічної амортизації. Це пояснюється тим, що бухгалтерська амортизація не відображає реальну втрату вартості капіталу з позиції інвестора (економічну амортизацію), тому що лише інвестор може визначити свої альтернативні витрати, бухгалтерська амортизація відображає лише фізичний та моральний знос (зниження вартості) активів, але не враховує зниження вартості власного капіталу з позиції власника.

Економічна амортизація визначається (ED) таким чином:

$$ED = ЧА \cdot \frac{r_{влас} \cdot (1 + r_{влас})^T}{(1 + r_{влас})^T - 1}. \quad (5)$$

Слід враховувати, що економічна амортизація може бути повністю або частково компенсована власнику за ра-

хунок сплати дивідендів. У разі якщо економічна амортизація перевищує сплачені дивіденди ($Дспл$), виникають додаткові зобов'язання перед акціонерами ($Зақц$):

$$Зақц = ED - Дспл. \quad (6)$$

У разі проведення оцінки з позиції власника зазначені зобов'язання погіршують фінансовий стан підприємства. Тому величина власного капіталу підприємства має бути зменшена на додаткові зобов'язання перед акціонерами.

Надалі розрахуємо рівень безпеки фінансового стану, враховуючи інтереси власників ГЗК.

У табл. 1 наведено розрахунок суми економічної амортизації. При цьому як ставка вартості власного капіталу використовувалась ставка за депозитами (11,5%).

Як видно з табл. 1, найбільша сума економічної амортизації у ВАТ «ПівнГЗК» (1,4 млрд грн), тому що у цього підприємства найбільша балансова вартість чистих активів.

У табл. 2 наведено результати розрахунку суми додаткових зобов'язань перед акціонерами.

Як видно з табл. 2, зобов'язання перед акціонерами повністю виконані лише у ВАТ «ІнГЗК». У той же час у всіх інших підприємств є суттєві зобов'язання. Найбільші зобов'язання (482 млн грн) мають місце у ВАТ «ПівдГЗК», що жодного разу не сплачувало дивіденди за весь період існування.

У разі проведення оцінки з позиції власника зазначені зобов'язання погіршують фінансовий стан підприємства. Тому величина власного капіталу

Таблиця 1

Результати розрахунку суми економічної амортизації

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Балансова вартість чистих активів (ЧА), тис. грн	11374198	4595838	7258988	3717764	3329062
Ставка вартості власного капіталу (ставка за депозитами), %	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Сума економічної амортизації (ED), тис. грн	1400141	549497	941525	482212	409801

Таблиця 2

Результати розрахунку суми додаткових зобов'язань перед акціонерами

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Сума економічної амортизації (ЕД), тис. грн	1400141	549497	941525	482212	409801
Сума сплачених дивідендів (Дспл), тис. грн	1120000	420354	1788126	–	–
Додаткові зобов'язання перед акціонерами (Зац), тис. грн	280141	129143	-846601	482212	409801

підприємства має бути зменшена на додаткові зобов'язання перед акціонерами, а поточні зобов'язання – збільшені, оскільки ці зобов'язання бажано погасити протягом поточного року.

З урахуванням цього коригування проводиться перерахунок фінансових коефіцієнтів та величини додаткового вхідного грошового потоку.

Результати визначення нормативних показників прибутку, які були б отримані ГЗК у разі відповідності показників фінансового стану нормативам з урахуванням інтересів власників, наведено у табл. 3.

Надалі з використанням визначених у табл. 3 нормативних показників прибутку розраховується показник без-

пеки фінансового стану ГЗК з позиції власника з використанням різних видів вартості (табл. 4).

Оскільки у ВАТ «ІнГЗК» зобов'язання перед акціонерами повністю виконані, рівень фінансової безпеки не змінився.

Без урахування зобов'язань перед акціонерами рівень безпеки у ВАТ «ПівдГЗК» становив 0,84; з урахуванням невиконання зобов'язань перед акціонерами – 0,63.

Висновки. Таким чином, на рівень фінансової безпеки підприємства впливає ступінь компенсації інвесторам втрати вартості капіталу шляхом виплати дивідендів. У разі якщо виплачені дивіденди дорівнюють або більше економічної

Таблиця 3

Визначення нормативних показників прибутку з урахуванням інтересів власників, тис. грн

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Виручка від реалізації продукції	6752444	3113776	5147861	2362208	4062545
ЕВІТДА	2578703	812729	2003283	40128	567245
Операційний прибуток	2015790	596077	1644434	–	355563
Чистий прибуток	1246471	249402	933571	–	177986
Чиста рентабельність продажу, %	18,46	8,01	18,14	1,7	4,38
Операційна рентабельність продажу, %	29,85	19,14	31,94	–	8,75
Рентабельність продажу за ЕВІТДА, %	38,19	26,1	38,91	–	13,96
Нормативна виручка від реалізації продукції	9169576	3177856	–	3763948	4339932
Нормативний ЕВІТДА	3501786	829455	–	63940	605976
Нормативний операційний прибуток	2737370	608344	–	–	379841
Нормативний чистий прибуток	1692663	254535	–	–	190139

Результати оцінки безпеки фінансового стану ГЗК

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Фактична вартість бізнесу, тис. грн	6492290	2069371	4877383	5612356	4474973
Еталонна вартість, без урахування зобов'язань перед акціонерами, тис. грн	10945540	4528565	8232307	6651372	4595221
Кбез.фс, частки од.	0,59	0,46	0,59	0,84	0,97
Еталонна вартість бізнесу з урахуванням зобов'язань перед акціонерами, тис. грн	11673532	4540034	8232307	8942741	4780520
Кбез.фс, частки од.	0,56	0,46	0,59	0,63	0,97

амортизації, зниження рівня фінансової безпеки не відбувається. При перевищенні економічною амортизацією суми виплачених дивідендів виникає заборгованість перед власниками, яку необхідно враховувати при розрахунку еталонної вартості бізнесу, на основі якої визначається рівень фінансової безпеки.

Список використаної літератури

1. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.

2. Молодецька О.М. Сучасні підходи до класифікації загроз економіч-

ній безпеці підприємства / О.М. Молодецька // http://www.rusnauka.com/27_NNM_2009/Economics/52045.doc.htm

3. Нусінова О.В. Методичні підходи до оцінки рівня економічної безпеки підприємств на підставі еталонної вартості / О.В. Нусінова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Майбутнє – аудит». – Кривий Ріг: КТУ, 2010. – С. 92–94.

4. Шабінський О.В. Економічна безпека підприємств аграрного сектора України: теорія, методологія та механізм реалізації: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.04 / О.В. Шабінський. – Луганськ, 2010. – 40 с.

В статье разработаны методические подходы к оценке финансовой безопасности предприятия с точки зрения владельцев корпоративных прав. Предложено при определении эталонной стоимости бизнеса, которая может быть достигнута при условии устранения всех угроз и опасностей, учитывать наличие задолженности перед акционерами, которая определяется как разница суммы экономической амортизации и выплаченных дивидендов.

Ключевые слова: стоимость бизнеса, финансовая безопасность, амортизация, дивиденды, финансовая устойчивость, прибыль, денежный поток.

In the article the methodical approaches to the assessment of financial security of the company from the point of view of the owners of corporate rights. Offered in determining the reference value of the business, which can be achieved with the elimination of all threats and hazards, taking into account the availability of debt to shareholders, is determined as the difference between the amount of economic depreciation and paid dividends.

Key words: the value of the business, financial security, amortization, dividends, financial stability, profit, cash flow.

Надійшло до редакції 15.09.2011