

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

САВЧУК ДМИТРО ГЕОРГІЙОВИЧ

УДК [005.52 : 005.334] : 658.15
(043.3)

АНТИКРИЗОВИЙ ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ НА ПІДПРИЄМСТВІ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
Терещенко Олег Олександрович
доктор економічних наук, професор

Київ – 2015

ЗМІСТ

Вступ	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ НА ПІДПРИЄМСТВІ	11
1.1 Теоретичні засади антикризового управління фінансами на підприємстві	11
1.2 Сутність фінансового контролінгу та його особливості на підприємствах, що знаходяться в кризі	27
1.3 Система антикризового фінансового контролінгу	45
Висновки до розділу 1	67
РОЗДІЛ 2. ДІАГНОСТИКА ТА РАННЄ ПОПЕРЕДЖЕННЯ КРИЗИ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ІНСТРУМЕНТ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ	70
2.1 Традиційні методи фінансової діагностики підприємств	70
2.2 Фінансова діагностика підприємств на основі вартісно-орієнтованих показників	86
2.3 Системний підхід до діагностики та раннього попередження фінансової кризи на підприємстві	109
Висновки до розділу 2	126
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМКИ ВИКОРИСТАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ ІНСТРУМЕНТІВ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ	129
3.1 Стратегічне та оперативне плануванні антикризових заходів	129
3.2 Інноваційні інструменти контролінгу витрат підприємства	144
3.3 Моніторинг вартості компанії як новітній засіб контролю ефективності антикризових заходів	161
Висновки до розділу 3	180
ВИСНОВКИ	183
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	188
ДОДАТКИ	202

ВСТУП

Актуальність теми. Фінансова криза на рівні підприємств, потребує інноваційних підходів до її вирішення. Основою формування стратегії і тактики нейтралізації та подолання кризи є антикризова концепція, в якій мають бути наведені результати фінансової діагностики підприємства, оцінка причин кризи, проблемні сектори та слабкі місця, цільові орієнтири антикризового управління, напрямки подолання кризових проявів. Однією з причин низької ефективності антикризових заходів у корпоративному секторі вітчизняної економіки є дефіцити в інформаційному та методичному забезпеченні стратегічного і оперативного антикризового планування, а також неналежне функціональне та інструментальне супроводження реалізації запланованих заходів. Антикризовий фінансовий контролінг спрямований на вирішення проблематики розробки та імплементації дієздатної антикризової концепції. Як інноваційний ресурс корпоративних фінансів та антикризового менеджменту, контролінг репрезентує сукупність інструментів, які забезпечують інформаційне забезпечення, методичну підтримку, координацію, моніторинг та контроль реалізації антикризових фінансових рішень.

Розбудова системи антикризового фінансового контролінгу з наступною його трансформацією у класичний фінансовий контролінг має бути домінуючою складовою антикризової концепції будь-якого підприємства. Цільові орієнтири, функції та інструменти антикризового контролінгу доцільно підпорядковувати цілям та завданням антикризового управління. Це передбачає тісну інтеграцію підсистеми фінансового контролінгу у систему антикризового управління.

Питання антикризового фінансового управління та антикризового фінансового контролінгу на підприємствах є предметом дослідження багатьох вітчизняних та зарубіжних науковців. Досить відомими широкому загалу та ґрунтовними є праці Азаренкової Г.М., Давиденко Н.М., Зятковського І.В., Лігоненко Л.О., Бланка І.О., Терещенка О.О., Островської О.А., Кристека У.,

Гляйснера В., Вайсенбергер Б. Окремі складові новітнього підходу до інформаційного та методичного забезпечення антикризових рішень і фінансового контролінгу містяться у працях Бабяк Н.Д., Білик М.Д., Грешка Р.І., Івасіва І.Б., Зимовця В.В., Ковальова А.І., Костирко Л.А., Швиданенко Г.О., Хорвата П. Однак цілісна парадигма антикризового фінансового контролінгу, як інноваційної системи методичної, консалтингової та інформаційної підтримки антикризових рішень, у вітчизняній науковій літературі досі відсутня. Водночас, практика засвідчує необхідність постійного удосконалення методів та інструментів фінансового оздоровлення підприємств, розробки та імплементації інноваційних антикризових продуктів у фінансовій діяльності підприємств. Важливість піднятої наукової проблеми, необхідність подальшого розвитку системи антикризового фінансового контролінгу зумовили вибір теми дисертаційної роботи, мету та завдання дослідження.

Актуальність теми дисертації зумовлена необхідністю удосконалення методичних підходів до антикризового фінансового контролінгу на підприємстві, зокрема, методів фінансової діагностики та моніторингу підприємств, інструментарію стратегічного та оперативного планування антикризових заходів, планування та контролю витрат, оцінки ефективності антикризового управління загалом.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана у межах науково-дослідної роботи кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за темою «Фінансове управління інвестиційно–інноваційним розвитком підприємств» (державний реєстраційний номер 0111U007426) та при виконанні науково-дослідної роботи кафедри грошового обігу і кредиту Буковинського державного фінансово-економічного університету (довідка № 01-11/147 від 05.03.2015р.). Внесок автора полягає у розвитку інноваційної парадигми антикризового управління корпоративними фінансами на основі обґрунтування інноваційних інструментів антикризового фінансового контролінгу на підприємствах.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є

поглиблення теоретико-методичних засад антикризового фінансового контролінгу та розробка науково-практичних рекомендацій щодо імплементації його інноваційних методів та інструментів на вітчизняних підприємствах. Реалізація поставленої мети обумовила вирішення таких завдань:

- дослідити теоретичні засади антикризового фінансового контролінгу на підприємстві та удосконалити відповідний термінологічний апарат;
- розкрити сутність фінансового контролінгу та визначити його особливості на підприємствах, що знаходяться в кризі;
- на концептуальному рівні обґрунтувати систему антикризового фінансового контролінгу;
- провести фінансову діагностику досліджуваної сукупності підприємств з використанням традиційних методичних підходів;
- з'ясувати можливості та доцільність використання вартісно-орієнтованих показників для фінансової діагностики підприємств, що знаходяться в кризі;
- обґрунтувати системний підхід до фінансової діагностики та раннього попередження фінансової кризи на підприємстві;
- визначити шляхи удосконалення стратегічного та оперативного планування антикризових заходів;
- обґрунтувати інноваційні інструменти контролінгу витрат як складової антикризового фінансового контролінгу;
- визначити можливості запровадження моніторингу вартості компанії як новітнього засобу оцінки ефективності та контролю антикризового управління.

Об'єктом дослідження є система антикризового фінансового контролінгу на підприємстві.

Предметом дослідження є науково-теоретичні, методичні та практичні засади антикризового фінансового контролінгу.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою роботи є фундаментальні положення фінансової науки. Для вирішення поставлених завдань використовувалися такі методи: дедуктивний – для дослідження концептуальних засад антикризового фінансового контролінгу; емпірично-статистичні методи, методи структурно-логічного аналізу, якісного аналізу та

синтезу – у процесі аналізу переваг та недоліків різних методичних підходів до фінансової діагностики; дискримінантний аналіз – при обґрунтуванні вибору показників та їх критичних значень в процесі фінансової діагностики.

Інформаційною базою дослідження є праці провідних вітчизняних та зарубіжних науковців, фахівців у галузі антикризового фінансового контролінгу, законодавчі акти, нормативно-правові документи, міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та фінансової звітності, офіційні матеріали Державної служби статистики України та Міністерства фінансів України. При написанні дисертації були використані матеріали фінансової та управлінської звітності вибіркової сукупності в кількості 31 підприємства переробної промисловості (секція С згідно з КВЕД), які займаються виробництвом харчових продуктів (розділ 10 відповідної секції).

Наукова новизна отриманих результатів полягає у розвитку теоретико-методичних засад антикризового фінансового контролінгу та розробці прикладних рекомендацій щодо імплементації антикризового фінансового контролінгу на підприємствах. До найбільш вагомих результатів дослідження, що характеризують наукову новизну, належать:

вперше:

обґрунтовано системний підхід до фінансової діагностики, який полягає у комплексній оцінці сукупності факторів та параметрів фінансового стану підприємства. Підхід є результатом синтезу трьох аналітичних прийомів: прогнозування платоспроможності на основі розрахунку показника покриття боргу, визначення інтегрального показника фінансового стану на основі аналізу звітної інформації, оцінка потенціалу зростання вартості на основі розрахунку вартісно-орієнтованих показників. Системність означає як ретроспективну, так і перспективну оцінку об'єкту діагностики, дослідження кількісних та якісних його характеристик, використання внутрішньої та зовнішньої інформації стосовно підприємства. Імплементація підходу дасть змогу уникнути недоліків, характерних для окремих аналітичних прийомів, що використовуються для цілей фінансової діагностики;

удосконалено:

концепцію вартісно-орієнтованого контролінгу, зокрема обґрунтовано доцільність використання вартісно-орієнтованих показників для цілей антикризової фінансової діагностики підприємства. Доведено, що вартісно-орієнтовані показники здатні сигналізувати про негативні явища на підприємствах у тих випадках, коли традиційні системи діагностики засвідчують відсутність кризових процесів. Впровадження в систему діагностики вартісно-орієнтованої складової сприятиме підвищенню ефективності фінансового менеджменту підприємства при подоланні екзогенних, та ендогенних факторів кризи;

науково-теоретичні підходи щодо покращення інформаційного забезпечення антикризових рішень на основі запровадження антикризової фінансової комунікації з цільовою групою учасників фінансових відносин, що мають місце на підприємстві. Під антикризовою фінансовою комунікацією слід розуміти систематичну комунікацію підприємства з учасниками фінансових відносин (акціонерами та стейкхолдерами) в період кризової ситуації з метою зменшення інформаційної асиметрії та інформаційних ризиків цільових груп інтересів. Використання інструментарію антикризової фінансової комунікації сприятиме своєчасному забезпеченню відповідних груп інтересів інформацією щодо причин кризи, її розвитку та напрямів подолання;

термінологічний апарат антикризового фінансового контролінгу, зокрема сформульовано визначення підсистеми раннього попередження та реагування, термінів «фінансова діагностика», «контролінг ризиків», «антикризова фінансова комунікація», «антикризовий моніторинг», що сприятиме розвитку наукової парадигми антикризового управління фінансами підприємств;

набули подальшого розвитку:

концепція антикризового контролінгу на підприємстві, в основу якої покладена система антикризового фінансового контролінгу, що включає в себе наступні підсистеми: раннього попередження та реагування (у тому числі антикризова фінансова діагностика підприємства); стратегічного та оперативного планування антикризових заходів; моніторингу та контролю реалізації окремих санаційних заходів та антикризової концепції в цілому;

антикризової фінансової комунікації з капіталодавцями та іншими стейкхолдерами. Практична імплементація концепції сприятиме підвищенню якості антикризових фінансових рішень;

методи оцінки ефективності та контролю антикризового управління на основі запровадження моніторингу вартості підприємств. Обґрунтовано найбільш прийнятний метод оцінки вартості для цілей антикризового моніторингу (метод скоригованої теперішньої вартості, APV). Характерні особливості моніторингу полягають у порівнянні прогностичних показників вартості із оціночними фактичними значеннями;

науково-теоретичні підходи щодо запобігання зловживанням власниками (іншими зацікавленими особами стосовно боржника) інструментами кредитування, що є субститутами власного капіталу. З цією метою обґрунтовано порядок, згідно з яким у разі банкрутства боржника вимоги кредиторів-власників підприємства (інших заінтересованих осіб) мають погашатися після задоволення претензій усіх інших кредиторів. У зборах кредиторів боржника такого роду кредитори мають брати участь лише із правом дорадчого голосу, нарівні з кредиторами, вимоги яких не увійшли до реєстру вимог кредиторів або увійшли окремо.

Практичне значення результатів дослідження полягає в розробленні пропозицій із удосконалення науково-методичного та практичного інструментарію антикризового фінансового контролінгу на підприємствах. Результати дослідження рекомендовані до використання у практичній діяльності промислових підприємств, міністерств та відомств, органів місцевого самоврядування у процесі визначення шляхів удосконалення антикризового управління фінансами підприємств та подолання кризових явищ у реальному секторі економіки України.

Зокрема, рекомендації щодо оцінювання ефективності інвестиційних проектів та системи підтримки прийняття рішень на основі інструментарію контролінгу використані в діяльності Міністерства аграрної політики та продовольства України (довідка №37-14-4-15-2552 від 24.02.2015р.); рекомендації щодо запровадження системної фінансової діагностики та

збалансованої системи показників за фінансовою перспективою знайшли своє відображення в роботі ПАТ «ЗСК» (довідка №05/258 від 05.03.2015р.); пропозиції щодо запровадження елементів системи антикризового фінансового контролінгу використовуються в діяльності ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» (довідка 04/97 від 04.03.2015р.); рекомендації щодо способів фінансової діагностики підприємств, оцінювання ефективності інвестиційних проектів та їх моніторингу апробовані департаментом економіки Чернівецької міської ради (довідка №02/01-17/470 від 02.03.2015р.).

Окремі положення та висновки дисертаційної роботи використовуються в навчальному процесі Державного вищого навчального закладу «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка №02-173/20 від 03.03.2015р.) при розробці методичного забезпечення та викладанні дисциплін «Корпоративні фінанси», «Управління фінансовою санацією підприємств» та Буковинського державного фінансово-економічного університету при викладанні дисциплін «Антикризове управління підприємством», «Фінанси підприємства», «Фінансовий менеджмент» (довідка №01-11/148 від 05.03.2015р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, у якій відображено підхід автора до обґрунтування науково-методичних та практичних рекомендацій щодо антикризового фінансового контролінгу на підприємствах. Усі наукові положення, розробки, висновки та пропозиції, які виносяться на захист, одержані здобувачем самостійно і належать особисто автору.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дисертаційного дослідження було апробовано на міжнародних науково-практичних конференціях: «**Наукові засади ресурсозбереження в системі антикризового управління і відтворення економіки**» (м. Хмельницький, 2015 р.); «Інноваційні виміри розвитку економіки в умовах глобалізації» (м. Чернівці, 2014 р.), «Розвиток національних економік в умовах глобальної нестабільності» (м. Одеса, 2013 р.); «Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури» (м. Львів, 2013 р.).

Публікації. За темою дисертації опубліковано 10 наукових праць, загальним обсягом 2,9 д.а., з них 6 – у наукових фахових виданнях, у т.ч. 1 – у науковому фаховому виданні, що входить до реєстру міжнародних наукометричних баз, 4 – праці апробаційного характеру.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Основний зміст роботи викладено на 187 сторінках, що містять 25 таблиць на 16 сторінках та 6 рисунків на 4 сторінках. Робота містить 12 додатків на 20 сторінках, список використаних джерел зі 147 найменувань розміщений на 14 сторінках. Повний обсяг роботи складає 222 сторінки.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ НА ПІДПРИЄМСТВІ

1.1. Теоретичні засади антикризового управління фінансами на підприємстві

Питання антикризового управління загалом та антикризового управління фінансами зокрема є предметом дослідження багатьох вітчизняних та зарубіжних науковців. Досить відомими широкому загалу та ґрунтовними є праці Лігоненко Л.О. [1], Бланка І.О. [2], Терещенка О.О. [3], Шершньової З.Є. [4], Островської О.А. [5], Кристека У. [6]. Водночас, практика засвідчує необхідність постійного удосконалення методів та інструментів фінансового оздоровлення підприємств, розробки та практичної імплементації інноваційних антикризових продуктів у фінансовій сфері підприємств. Водночас, не можна стверджувати, що раніше обґрунтовані методичні рекомендації та інструменти подолання (чи недопущення кризи) виявилися неспроможними чи були низької якості. Для конкретних економічних умов та фази розвитку економіки раніше зроблені напрацювання були досить адекватними та корисними. Однак, з плином часу причини фінансової кризи на підприємствах стають все більш різноплановими та є пов'язаними із актуальними трендами у розвитку економіки. Мінливість зовнішнього середовища функціонування господарюючих суб'єктів та їх внутрішні особливості висувають нові вимоги щодо удосконалення існуючої системи управління та її адаптації до потреб практики. Аналогічно до того, як «нові захворювання у людини потребують нових медичних препаратів», нові причини кризи та їх прояви потребують новітніх фінансових розробок для їх подолання.

В класичному розумінні, традиційні економічні кризи виникають у зв'язку зі зниженням купівельного попиту, перевиробництвом, стагнацією на сировинних ринках, екстенсивним розвитком економіки тощо. Огляд

економічних криз, які мали місце у 20-му сторіччі засвідчує, що в цей період первинними були кризи в реальному секторі, що зумовлено проблемами на товарних ринках. Особливістю перманентних фінансових криз, що спостерігаються останніми роками є те, що первинною є криза на фінансових ринках, похідним від цього є дефіцит у фінансуванні підприємств реального сектору економіки. Як наслідок, зупиняються інвестиційні проекти, виникають проблеми у фінансуванні оборотних активів. З іншого боку, унаслідок зменшення кредитування, зменшується попит на товарних ринках, що призводить до зниження виручки від реалізації продукції реального сектора. Таким чином, первинною є криза на фінансових ринках, а стагнація реального сектору – вторинною. За таких несприятливих умов, коли у суб'єктів господарювання обмежений доступ до зовнішніх джерел фінансування, залишаються лише класичні схеми мобілізації фінансових ресурсів із внутрішніх джерел, зокрема, на основі здійснення дезінвестицій або зменшення величини оборотних активів. Оскільки учасники ринку капіталів мають тотальні дефіцити у фінансових ресурсах, реалізація окремих активів здійснюється зі значними складнощами або ж за суттєво заниженими цінами. Це знову ж таки призводить до погіршення фінансових кондицій підприємств.

Україна відноситься до так званих ринків, що розвиваються (emerging markets). Водночас, в умовах глобальної економіки, кризові процеси, що мають місце на розвинених ринках впливають на фінансову ситуацію на ринках, що розвиваються, і навпаки. Формування значного боргового навантаження у розвинутих країнах генерує ризики, що можуть проявлятися у погіршення фінансових параметрів суб'єктів господарювання в усьому світі. На думку Богдан Т.П., це призводить до:

- посилення ступеня економічної непевності та погіршення перспектив макроекономічної стабільності;
- накопичення потенціалу підвищення рівня світових процентних ставок і фактичне зростання внутрішніх процентних ставок у багатьох країнах, що призводить до скорочення фінансування корпоративного сектору економіки;

- витіснення державними позиками приватних інвестицій в умовах боргової експансії урядів, особливо при зменшенні частки нерезидентів у фінансуванні бюджетного дефіциту [7, с.32-33].

До традиційного переліку зовнішніх факторів кризи на українських підприємствах, таких як несприятлива кон'юнктура на товарних ринках, нестабільність податкового законодавства, негативний вплив бюрократичного державного апарату тощо, слід додати несприятливі тренди глобального фінансового ринку, що зумовлені впливом боргових процесів у розвинених ринках, а також військові дії на сході України. У 2014-2015рр. Україна переживає безпрецедентне поєднання політичної, фінансово-економічної і банківської криз. Конфлікт на сході України разом з накопиченими в попередні роки макроекономічними дисбалансами зруйнували макрофінансову стабільність держави. Український уряд прогнозував падіння ВВП України, за підсумками 2014 року, загалом на 7%, Національний банк – на 7,5%. Прогнози на 2015р. є ще більш песимістичними. Макро- та мікроекономічна криза в Україні загострюється через тягар ризиків, зумовлених фактичною економічною, військовою та інформаційною війною з боку Російської Федерації. Це безпосередньо впливає на зниження інвестиційних рейтингів країни та на здатність економічних суб'єктів залучати фінансові ресурси. Зрозуміло, що фінансова криза безпосередньо впливає на ціну залучення капіталу. Що вищим є ризик фінансування підприємства, тим вищими будуть витрати на залучення капіталу та меншою вартість активів, яким володіє суб'єкт господарювання. Так, в лютому 2015р. ставка рефінансування Національного банку України, яка є орієнтиром для встановлення мінімальної ціни залучення ресурсів була піднята до 19,5%, а в квітні 2015р. – до 30%. Щоправда, потім вона зменшилася до 27 відсотків. Це є наслідком аномально високих ризиків та переддефолтних суверенних рейтингів України. Непомірні відсоткові ставки на капітал, інфляційні та валютні ризики згортають ділову активність підприємств, призводять до їх фінансової кризи та унеможливають фінансування антикризових програм. Капітал при цьому перетікає із інвестиційної сфери у спекулятивну. Потреба в інноваційних антикризових

розробках підтверджується також аналізом статистичної інформації. З року в рік частка збиткових підприємств в економіці України не зменшується (таблиця 1.1.).

Таблиця 1.1.

Частка збиткових підприємств в розрізі видів економічної діяльності за 2010-2014 рр.

Вид економічної діяльності	Частка підприємств, які одержали збиток, %					Розмір збитків, млн. грн.				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	28,4	19,7	14,1	20,2	11,8	1860	1040	9700	11372	1175
Промисловість	39,1	51,5	47,5	37,7	46,0	7130,3	9219,3	8079	68652	139801
Будівництво	37,2	59,2	52,1	38,6	47,1	338,6	669,1	502	11210	5632
Торгівля	34,3	41,3	36,0	34,1	42,1	2125,1	2568,0	2400	42969	70086
Тимчасове розміщування й організація харчування	37,8	48,5	44,1	41,6	62,1	116,2	138,5	131	2065	3663
Транспорт та зв'язок	40,4	52,7	46,9	37,9	48,3	899,3	1050,8	1086	8830,2	15181
Фінансова діяльність	38,5	35,0	26,8	41,5	31,7	3968,1	3162,4	1571	7923	18575
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	41,5	43,2	39,1	43,2	53,7	1861,7	2871,2	1561	16445	19654
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури і спорту	40,0	53,8	50,7	50	52	402,2	371,2	613	3863	3357
Усього	42,7	36,5	34,0	35,0	44,9	141291	141098	175540	20099	365420

Джерело: Державна служба статистики України, <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Як випливає з наведеної в таблиці інформації, частка збиткових підприємств в Україні залишається стабільно високою. Особливо складною є ситуація з фінансовими результатами діяльності промислових підприємств та фінансових установ. Майже кожне друге промислове підприємство веде

збиткову діяльність. Як доводять у своїй монографії Мельник В.М., Бичкова Н.В. та Калінська І.М., між збитковістю та банкрутством підприємств існує прямий статистично-значущий зв'язок, зокрема, зростання кількості збитковий вітчизняних підприємств на 1% в середньому по економіці та в промисловості зокрема призводить до зростання кількості справ про банкрутство на 1,72% та 1,95% відповідно [8, с.123].

З вищевикладеного випливає, що ключовою проблемою актуальної економічної кризи, у тому числі на рівні підприємств реального сектору економіки, є проблема невизначеності, яка призводить до складностей з фінансуванням, залученням інвестиційного капіталу тощо. Непересічна роль у вирішенні цієї проблеми відводиться фінансовому контролінгу, до компетенції якого відноситься не лише планування потреби в капіталі, обґрунтування проектів його освоєння та контроль за ефективністю використання, а й оцінка ризиків фінансування та ціни залучення ресурсів. Діяльність фінансового контролера щодо калькуляції витрат на капітал, оцінки факторів, що визначають ціну його залучення, нейтралізації ризиків фінансування відзначається особливою складністю. Про негаразди з ліквідністю та неплатоспроможністю вітчизняних підприємств засвідчує також невтішна статистика простроченої дебіторської та кредиторської заборгованості (таблиця 1.2.).

Як рівень збитковості, так і величина простроченої заборгованості є досить виразними індикаторами кризових явищ у реальному секторі економіки. На наш погляд, однією з внутрішніх причин загострення кризових явищ на рівні суб'єктів господарювання є брак інновацій. Причому мова йде не лише про інновації в технологічній сфері. Набагато чутливішим до кризових процесів є відсутність інновацій у фінансово-економічній сфері, зокрема. Економічні кризи об'єктивно сприяють виникненню та вимушеному впровадженню інновацій. Водночас, частка інноваційно-активних підприємств в Україні є вкрай низькою та недостатньою для забезпечення оновлення економіки на інноваційній основі [9, с.10-11]. У цьому зв'язку слід підкреслити, що інструментарій антикризового фінансового контролінгу, дослідженню якого

присвячена дисертаційна робота можна вважати інноваційним напрямком запобігання фінансової кризи на сучасному підприємстві. При чому, мова йде про інноваційний інструментарій підтримки саме фінансово-економічних рішень.

Таблиця 1.2

Частка простроченої дебіторської та кредиторської заборгованості суб'єктів господарської діяльності України станом на 01.01.2015 р.

Заборгованість	Дебіторська заборгованість				Кредиторська заборгованість			
	всього		з неї прострочена		всього		з неї прострочена	
	млн. грн.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Всього	320601,3	100	69312,1	100	401889,6	100	88237,4	100
У тому числі: Між підприємствами і установами України	303329,5	94,6	67591,7	97,5	361542,1	90,0	83726,5	94,9
У тому числі: - за товари, роботи, послуги	164023,5	51,2	40126,5	57,9	187840,3	46,7	53448,0	60,6
- за вексями	17179,3	5,3	616,8	0,9	34768,8	8,7	1064,1	1,2
- з бюджетом	15021,9	4,7	998,9	1,4	19531,1	4,9	10091,1	11,4
- із внутрішніх розрахунків	22818,1	7,1	11322,2	16,3	30584,7	7,6	10017,9	11,4
- зі страхування	-	-	-	-	3066,2	0,8	878,4	1,0
- з оплати праці	-	-	-	-	5249,3	1,3	534,1	0,6
- інша заборгованість	84286,7	26,3	14527,3	21,0	80501,7	20,0	7692,9	8,7
Із суб'єктами господарської діяльності інших країн	17271,8	5,4	1720,4	2,5	40347,5	10,0	4510,9	51,1

Джерело: Державна служба статистики України, <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Для з'ясування сутності антикризового фінансового контролінгу вважається за доцільне спочатку провести дослідження наступного ланцюга дефініцій: управління підприємством – контролінг - фінансове управління – фінансовий контролінг - антикризове фінансове управління – антикризовий фінансовий контролінг. У цьому підрозділі дисертаційної роботи з'ясуємо сутність та причинно-наслідкові зв'язки між дефініціями «управління підприємством», «фінансове управління», «антикризове фінансове управління». Спробуємо визначити коло функцій та завдань, які покладаються на відповідні

організаційні рівні. У традиційному розумінні діяльність з управління підприємством включає в себе наступні фази: постановка проблеми, пошук альтернатив щодо вирішення проблеми, оцінка альтернативних варіантів рішення, прийняття рішення, фаза реалізації та контролю. Причому перші чотири фази можна умовно віднести до періоду планування діяльності, а останні дві до періоду імплементації планових завдань. Класик науки про контролінг П. Хорват визначає управління як «діяльність, предметом якої є спрямування та організація дій інших осіб. Вона проявляється в окремих управлінських процесах, таких як формування цілей, планування, прийняття рішень, аналіз і контроль, які в сукупності формують систему, яка слугує для координації зазначених процесів» [10, с. 97]. Загальновідомі функції управління (планування, прийняття рішень, організація, контроль тощо) походять від часткових управлінських процесів і характеризують ці процеси [11]. Не потребує доведення та обставина, що для гармонійного функціонування окремих підсистем управління необхідною є їх координація. У цьому контексті ряд авторів (Й. Вебер, П. Хорват, С. Фалько, О. Терещенко, Н. Бабяк) виокремлюють функціональний блок контролінгу як окрему підсистему системи управління, завданням якої є забезпечення внутрішньосистемної, орієнтованої на результат функції координації діяльності, показників, ресурсів, інформаційного забезпечення. Елементи системи управління при цьому набувають вигляду, як це показано на рис.1.1 [12, с.18].

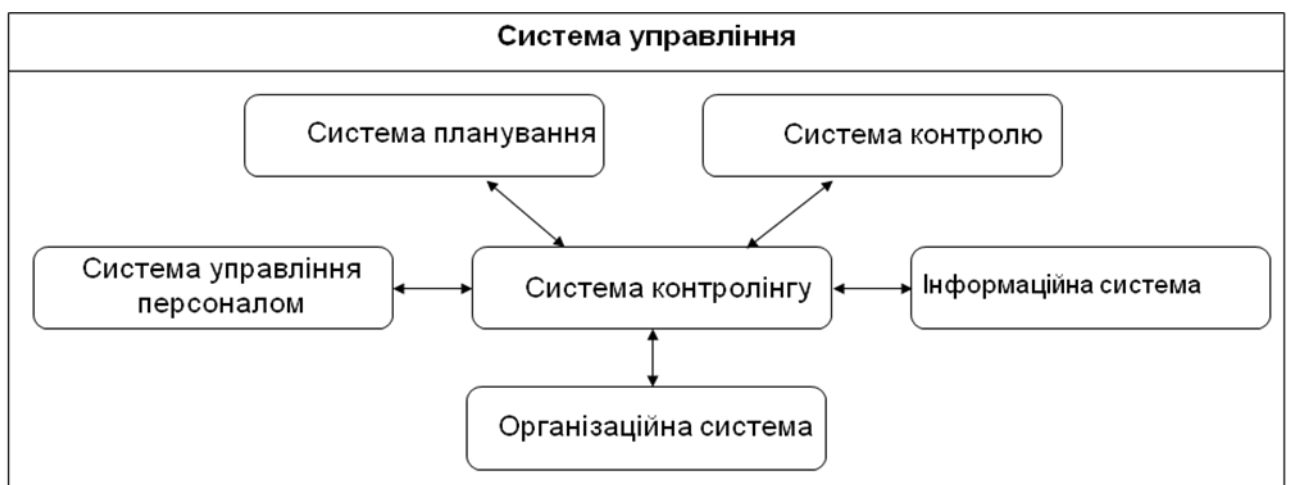


Рис. 1.1. Система управління підприємством

Як впливає з рис. 1.1., контролінг є центральною підсистемою системи управління. Він стає однією з найважливіших ланок, яка робить можливим відстеження взаємозв'язків «стратегія – операційний рівень» і встановлення взаємозв'язків між окремими функціональними підрозділами [13, с.145]. Місце та роль контролінгу в системі управління особливого значення набувають у зв'язку з необхідністю узгодження та координації управлінських рішень одних рівнів менеджменту, від яких залежать результати діяльності та рішення інших рівнів. На наш погляд, з точки зору цілісної системи управління контролінг можна вважати окремою підсистемою, яка спрямована на функціональну підтримку, як системи управління в цілому, так і окремих її субсистем. Водночас, відносно окремих ланок, що формують контролінг він є повноцінною системою. Саме тому, на рис. 1.1. контролінг інтерпретується як система.

Досить часто, в економічній літературі контролінг наділяють тими ж функціями, що і менеджмент. У цьому контексті слід підкреслити, що до компетенції контролера належить функція прийняття рішення чи відповідальність за його результати. Відомі фахівці в галузі контролінгу А. Блажек та А. Дайле наголошують, що у відношенні до менеджменту контролер виконує сервісну (обслуговуючу) або навігаційну функцію. Він забезпечує фахову підтримку менеджменту у процесі постановки цілей, планування та практичної реалізації управлінських завдань [14, с.31-45]. Менеджмент несе відповідальність за прийняті рішення, що знаходить свій прояв у затверджених планових показниках та заходах, а також у процесі їх реалізації. Оскільки контролер здійснює консультаційну, інформаційну та методичну підтримку планування та контролю, зрозуміло, що він несе непряму (солідарну) відповідальність за результати прийнятих керівництвом рішень та досягнення стратегічних і оперативних рішень. Для розуміння різниці між менеджментом та контролінгом в таблиці 1.3. продемонстровано різноплановість їх завдань та компетенцій у процесі виконання такої управлінської функції, як планування.

На погляд дисертанта, визначальним напрямком управління підприємством є фінансове управління. У контексті теми дисертаційного

дослідження слід зазначити, що сучасні уявлення щодо місця та ролі антикризового фінансового управління та антикризового контролінгу на підприємстві є результатом еволюції теорії і практики у сфері фінансів підприємств та менеджменту. Загалом, як зазначає один із родоначальників сучасного фінансового менеджменту американський економіст Е. Соломон у монографії «Теорія фінансового менеджменту», теоретичну концепцію фінансового управління можна розглядати як розвиток теорії фірми. Однак, на відміну від останньої, де акценти ставляться на вивченні співвідношення між прибутком та обсягом виробництва, пріоритетним напрямком наукових пошуків представників теорії фінансового управління є дослідження фінансових відносин між підприємством та капіталодавцями, відповідно, співвідношення між доходом та обсягом вкладеного капіталу [15, с. 12].

Таблиця 1.3.

Завдання та компетенції менеджменту та контролінгу у процесі планування на підприємстві

Менеджмент	Контролінг
Постановка проблем та визначення ключових завдань, що ставляться перед плануванням на бюджетний період	Постановка системи планування
Затвердження календаря бюджетування	Розробка майстер-бюджету
Затвердження ключових показників для окремих бюджетів	Розробка бюджетних форм
Затвердження бюджетів	Розробка календаря бюджетування
Затвердження звітів про виконання бюджетів	Розробка внутрішнього положення з планування
Здійснення оргвисновків за результатами виконання бюджетів та прийняття рішень.	Консультавання з питань планування менеджменту та персоналу
	Узгодження показників різних бюджетів
	Бюджетний контроль та складання звітності за результатами виконання бюджетів

В континентальній Європі розвиток фінансового менеджменту значною мірою здійснювався під впливом німецької школи економіки. У Німеччині, концептуальні засади управління фінансами підприємств були закладено класиком німецької економіки підприємств О. Шмаленбахом ще на початку 20-го сторіччя. Однак, основоположниками німецької школи фінансового

менеджменту вважаються Е. Гутенберг та Х. Альбах. Останній, зокрема, є автором теорії оптимізації алокації капіталу, яка зорієнтована на підтримку прийняття фінансових рішень. В основі теорії покладена теза О. Шмаленбаха, що інформація, якою володіють кредитори та інвестори визначальним чином впливає на алокацію капіталу [16, с.49]. Предметом дослідження Е. Гутенберга було узгодження фінансових та інвестиційних рішень. Він вважав, що мистецтво фінансового управління підприємством полягає в тому, щоб фактичні, очікувані та заплановані обсяги господарської діяльності узгоджувалися із можливостями фінансового забезпечення цієї діяльності, в підтриманні балансу [17, с.3]. Результати наукових досліджень знайшли практичне впровадження в стратегії і тактиці фінансового управління провідних підприємств. Традиційна англосаксонська модель фінансового управління підприємством передбачає порядок організації фінансових служб, який включає:

- казначейство, яке відповідає за визначення потреби у фінансових ресурсах підприємства та пошук джерел фінансування;
- контролінг, до компетенції якого належить планування, керування та контроль на підприємстві.

Таким чином, спостерігаємо логічний ланцюг взаємозв'язку систем управління, фінансового управління та контролінгу: фінансове управління є доміантною управління загалом, а контролінгу – важливим елементом фінансового управління.

В Україні суттєвий внесок у розвиток фінансового менеджменту здійснено Поддєрьогіним А.М., Зятковським І. В., Бланком І.А., Білик М.Д. [2, 18, 19, 20]. Вітчизняні науковці основні акценти у своїх дослідженнях роблять на питаннях фінансового аналізу підприємств, фінансового забезпечення інвестиційної та операційної діяльності суб'єктів господарювання, впливу оподаткування на фінансово-господарську діяльність, управління формуванням прибутку. На наш погляд, фінансове управління на підприємстві має концентруватися на двоєдиному завданні: управління фінансуванням - формування пасивної сторони балансу на основі реалізації комплексу заходів із

забезпечення підприємства фінансовими ресурсами та оптимізація складу та структури активів (інвестиційних вкладів, запасів та дебіторської заборгованості) з метою створення передумов для виконання зобов'язань перед капіталодавцями. Звичайно, обсяги технологічної потреби в різних об'єктах активів визначають інженерні та технологічні служби підприємства, однак, за фінансовими службами має залишатися вирішальне слово щодо узгодження економічних аспектів відповідних проектів та планів. Забезпечення збалансованості та скоординованості стратегічних та оперативних планів, бюджетів витрачання та залучення ресурсів належить до компетенції фінансового контролінгу, який ми розглядаємо як систему підтримки прийняття фінансових рішень та організаційну складову фінансового управління. Автор поділяє точку зору Стефаненка М. М., за якою, контролінг переважно концентрується на управлінні міжфункціональними зв'язками та спрямовується на розвантаження керівництва у питаннях планування, контролю та координації системи управління [13, с.150]. При цьому, менеджмент здійснює загальне керівництво підприємством, затверджує плани та приймає рішення. Функціональну ж підтримку рішень, зокрема фінансових забезпечують відповідні фахівці, зокрема, служби контролінгу (фінансового контролінгу).

Згідно з логікою нашого дослідження, наступною з'єднуючою ланкою, що пояснює сутність антикризового фінансового контролінгу є система антикризового фінансового управління. Поділяємо тезу Островської О.А., що зростаюча конкуренція на фінансових і товарних ринках зумовлює необхідність розроблення підходів до впровадження нової наукової парадигми антикризового управління фінансами в концепції превентивного менеджменту [21, с.262]. Зрозуміло, що загальна концепція управління фінансами буде не повною, якщо в ній відсутні особливості антикризового фінансового управління. Теоретична парадигма антикризового управління фінансами, на думку Терещенка О.О., має бути зорієнтована на вирішення науково-практичної проблеми, пов'язаної з оптимізацією фінансових рішень та вдосконаленням фінансових відносин у процесі виходу підприємства з кризи. Базуючись лише на досвіді та інтуїції, в сучасних умовах неможливо приймати кваліфіковані

рішення щодо здійснення інвестицій, управління оборотними активами, залучення позикового та власного капіталу, реорганізації, нейтралізації наслідків кризи [22, с. 160-173]. Стратегічний аспект в антикризовому управлінні фінансами включений у визначення, обґрунтоване Давиденко Н. М., яка вказує, що мова йде про комплекс заходів, який має бути реалізований на етапах виявлення кризоутворюючих факторів, діагностики, попередження і нейтралізації кризи і спрямований на досягнення цілей діяльності підприємства, реалізацію його стратегії та подальший розвиток. Антикризове фінансове управління при цьому має стратегічну спрямованість і забезпечує адаптацію підприємства до умов зовнішнього середовища [23, с.80-86].

Враховуючи ту обставину, що у «фокусі будь-якого фінансового рішення має бути необхідність забезпечення життєздатності підприємства» [24, с.369], можна стверджувати, що антикризове фінансове управління є внутрішньою характеристикою, специфічним напрямком фінансового управління і має концентруватися на антикризовому фінансуванні та антикризовому контролінгу з урахуванням стратегічних орієнтирів. Антикризовий менеджмент є одним із напрямів управління підприємством. Причому, управління суб'єктом підприємництва завжди має бути антикризовим - ґрунтуватися на врахуванні ризику виникнення кризових ситуацій; антикризовий менеджмент має активізуватися з моменту створення підприємства - на початковому етапі становлення системи управління ним [25, с. 100-113]. Це означає, що будь-які фінансові рішення повинні аналізуватися на предмет впливу їх наслідків на фінансову безпеку та потенційну життєздатність підприємства. На наш погляд, антикризове управління фінансами підприємства, поряд із забезпеченням ліквідності і платоспроможності, відновлення прибутковості та інвестиційної привабливості, має бути сконцентроване на управлінні внутрішніми та зовнішніми ризиками, пов'язаними із фінансування та інвестування підприємств.

Коваленко О.В. та Дробишева О.О. виокремлюють так зване стабілізаційне та превентивне антикризове управління. Перше реалізується у тих випадках, коли показники функціонування системи суттєво нижчі від

нормативного рівня, не задовольняють запитам об'єкта управління, значно нижчі показників стану аналогічних об'єктів. Головне завдання стабілізаційного антикризового управління полягає у стабілізації фінансово-економічного становища та створенні передумов підйому. Натомість превентивне антикризове управління реалізується з метою запобігання кризовим явищам і включає оцінку ймовірності виникнення кризової ситуації; розробку та вжиття заходів, які спрямовані на підвищення опірності підприємства впливу критичних факторів за рахунок більш ефективного використання потенціалу підприємства; управління процесом переходу підприємства в якісно новий стан [26, с. 40]. Автор дисертації підтримує такий підхід до класифікації стадій антикризового управління. Причому, як буде доведено нижче, для кожної стадії антикризового управління, відповідно, фінансової кризи, слід підбирати індивідуальний інструментарій антикризового фінансового контролінгу. Особливу увагу, на думку автора, слід звертати на правильно підібраний методичний апарат у розрізі стратегічного та оперативного фінансового контролінгу.

На думку ряду економістів, головним завданням антикризового управління є забезпечення рівня фінансових показників, який не був би критичним для підприємства, забезпечення поточних потреб підприємства у фінансуванні, утримання постачальників сировини та матеріалів, каналів розподілу та персоналу, тобто попри погіршення ситуації необхідно намагатись утримати конкурентні переваги та ринкові позиції, що забезпечить більш швидкий вихід підприємства із кризового стану [27, с. 272]. Як справедливо зазначає Островська О.А., система антикризового управління корпоративними фінансами має передбачати упровадження превентивних заходів протягом усього періоду функціонування підприємства. Зволікання із застосуванням адекватних заходів із попередження, локалізації та нейтралізації кризи на макро- та на мікро рівні може стати передумовою розгортання кризових явищ як на рівні підприємства, так на рівні економічної системи держави загалом [25, с. 100-113]. На даному етапі економічного розвитку, фінансовий менеджмент має бути адаптований до різних умов внутрішнього та зовнішнього

середовища функціонування. З цією метою має бути налагоджена чітка система інформаційної, методичної та консультативної підтримки антикризового управління. Зазначена система не має бути автономним утворенням, яке вводиться в дію лише у період фінансової кризи. Вона має бути інтегрована в постійну діючу систему управління ризиками. Якщо ж настала фінансова криза, то, за необхідності, підприємство слід перевести на режим антикризового управління у частині фінансової санації. Непересічну роль при цьому має відігравати фінансовий механізм антикризового управління, метою якого, за визначенням Грешка Р. І., є збалансування інтересів підприємства та його партнерів із виробництва, реалізації продукції, трудового колективу й державних структур. При цьому, ефективність механізму залежить від достовірності виявлених внутрішніх та зовнішніх чинників впливу на діяльність підприємств [28, с. 78-82]. На погляд дисертанта, механізм антикризового управління має бути інтегрований у загальну систему антикризового управління. Причому, розробка та забезпечення окремих ланок зазначеного механізму має належати до компетенції антикризового фінансового контролінгу.

Система антикризового управління фінансами за підходом, обґрунтованим у працях О. Терещенка включає в себе керовану підсистему (об'єкти управління) – ризики та фінансова санація; суб'єктів антикризового управління (осіб, які з інституційного боку реалізують специфічні завдання антикризового менеджменту), фінансовий механізм антикризового управління та задіяні до антикризового управління групи інтересів [29, с. 15]. Вважаємо, що зазначена модель системи була б більш повною, якби в ній було відображено місце антикризового фінансового контролінгу, із вказівкою на цільові орієнтири, завдання та специфічні інструменти антикризового управління. Контролінг має гарантувати дієздатний менеджмент у кожній сфері та кожному функціональному підрозділі і, виконуючи функцію «управління управлінням», робить можливе вирішення проблем підприємства [13, с. 146].

Окрім цього, доцільно було б конкретизувати об'єкти антикризового управління. Ризики та фінансова санація, на наш погляд є надто широким

трактуванням об'єкту управління. Аналогічним недоліком характеризується визначення об'єкта антикризового фінансового управління, дане Боронос В. Г. та Плікус І.Й., які інтерпретують зазначений об'єкт як «кризові явища, що спостерігаються в діяльності суб'єктів господарювання» [30, с. 58]. З метою практичної імплементації системи, слід визначити конкретні проблемні позиції, на які має бути спрямована антикризова діяльність, а також чітко визначити стан фінансової кризи, тобто явище, що слід локалізувати та мінімізувати. Проведене дисертантом дослідження дозволяє сформулювати визначення, за яким під фінансовою кризою підприємства слід розуміти фінансово-економічний стан підприємства, який характеризується незадовільними показниками ліквідності, платоспроможності, прибутковості, які в цілому призводять до зниження вартості підприємства та неспроможності виконувати внутрішні та зовнішні зобов'язання. Відтак, сучасне антикризове управління фінансами має бути сконцентроване на вирішення проблеми неплатоспроможності та падіння вартості підприємства. Зрозуміло, що наведене вище визначення описує лише зовнішні ознаки проблемності підприємства. Коріння ж кризи слід досліджувати у динаміці сукупності різних фінансових параметрів суб'єкта господарювання.

У науково-практичній літературі можна знайти численні дослідження щодо сутності управління ризиками. В цілому, як уже зазначалося, завдання фінансового ризик-менеджменту має зводитися до забезпечення фінансової безпеки підприємства. За визначенням Білик М.Д., фінансова безпека суб'єктів підприємництва – це здатність стабільно і ефективно здійснювати свою звичайну діяльність, протягом невизначеного періоду часу використовуючи сукупність взаємопов'язаних діагностичних, регулюючих та контрольних заходів фінансового характеру, які мають забезпечити формування оптимального розміру фінансових ресурсів та раціональне їх використання, нівелюючи вплив ризиків внутрішнього і зовнішнього середовища [31, с. 56]. Погоджуючись із зазначеним визначенням, слід наголосити, що створення умов для фінансової безпеки не є одномоментною дією. Мова йде про тривалий процес, який включає в себе раціональну алокацію наявних ресурсів,

забезпечення фінансової рівноваги на основі підтримки на належному рівні ключових фінансових показників, дотримання оптимального співвідношення між рентабельністю та ризиками, побудову довірливих відносин із стейкхолдерами (усі учасники фінансових відносин підприємства, за виключенням власників) та шехолдерами (власники, інвестори) підприємства.

Теоретична парадигма антикризового управління фінансами має бути зорієнтована на вирішення науково-практичної проблеми, пов'язаної з оптимізацією фінансових рішень і вдосконаленням фінансових відносин у процесі виходу підприємства з кризи [22, с. 141-160]. У розвиток цієї тези слід зазначити, що у рамках антикризового фінансового управління слід підібрати певну комбінацію форм і методів реалізації антикризових процедур для конкретного підприємства. Антикризовий інструментарій має сприяти локалізації чи ліквідації негативних явищ на підприємстві. У цьому зв'язку, Терентьєва А. В. констатує, що антикризова діяльність підприємства є першоосновою його антикризового управління [32, с.160-168].

Враховуючи вищевикладене, можна констатувати, що в широкому розумінні, об'єктом антикризового управління фінансами є фінансові відносини, власний та позичений капітал, необоротні та оборотні активи, ризики, грошові потоки та вартість підприємств, які знаходяться в кризі. Науково-практична проблема полягає в тому, щоб організувати найбільш адекватну за даних економічних умов систему управління окресленим об'єктом. За версією Боронос В. Г. та Плікус І.Й. антикризове фінансове управління включає в себе сім етапів, серед яких: діагностика фінансового стану; система профілактичних заходів; ідентифікація параметрів фінансової кризи; вибір механізмів фінансової стабілізації; розроблення та реалізації програми виведення з кризи; контроль за реалізацією програми; розробка та реалізація заходів щодо усунення фінансової кризи [30, с.61-62]. Ключовим недоліком окресленої процедури антикризового управління є відсутність етапу планування антикризових заходів, аналізу та контролю відхилень, оцінки ефективності та звітності щодо виконання плану. По-суті, мова йде про ігнорування у процесі організації антикризового управління питань

контролінгу. За відсутності планування, контроль, незважаючи на його важливість, не в змозі забезпечити ті завдання, що ставляться перед ним.

На наш погляд, важливе місце в антикризовому процесі має займати періодична звітність щодо виконання плану санації. Так, щоквартальні звіти слугують інструментом контролю не тільки власне над процесом реалізації процедури санації, але і над якістю роботи керуючого цим процесом. На підставі цих звітів комітет кредиторів може клопотати перед господарським судом про заміну керуючого санацією [33, с. 85]. З огляду на досліджені вище фази управлінського циклу, можна зробити висновок, що антикризове фінансове управління з організаційної точки зору має включати такі етапи:

- фінансова діагностика підприємства: забезпечення аналізу проблематики фінансової кризи на підприємстві, виявлення ключових чинників, що зумовлюють погіршення фінансового стану та діяльності підприємства, виявлення глибини фінансової кризи;
- антикризове фінансове планування: визначення ключових цільових орієнтирів антикризового управління, обґрунтування характеру антикризових заходів, та інтегрування їх у систему антикризового планування;
- імплементация планів, моніторинг та контроль ефективності їх реалізації, а також звітність щодо виконання планів.

Практичне втілення наведених завдань неможливе без системної підтримки, яку забезпечує інструментарій контролінгу загалом та антикризового фінансового контролінгу зокрема.

1.2. Сутність фінансового контролінгу та його особливості на підприємствах, що знаходяться в кризі

Для прийняття ефективних фінансово-господарських рішень слід забезпечити дієву методичну, інформаційну, координаційну їх підтримку. Необхідність такої підтримки, у тому числі з використанням наукових методів обґрунтування рішень посилюється у період невизначеності та загострення

ризиків. Чинник невизначеності, що тісно пов'язаний з ризиками, ускладнює процес прогнозування діяльності та фінансових показників. У разі, якщо негативні процеси, що зумовлені невизначеністю, опиняються поза контролем, вони можуть прогресувати у напрямку виникнення фінансової кризи на підприємстві. Вирішити проблематику невизначеності при прийнятті фінансових рішень до певної межі дозволяє професійне використання інструментарію фінансового контролінгу. Аналіз теорії і практики засвідчує наявність широкого розмаїття концепції, дефініцій контролінгу, думок щодо його сутності, функцій і завдань. Терещенко О.О. стверджує, що функціональний блок контролінгу має міждисциплінарний характер і знаходиться на межі спеціальностей „фінанси”, „облік і аудит”, „менеджмент”. Саме цим пояснюється значне число дефініцій контролінгу: одні з них акцентують увагу на менеджменті; інші – на обліку; треті – на виробництві; четверті – на фінансах [34, с.31-42].

Для розуміння сутності контролінгу в цілому та фінансового контролінгу зокрема дослідимо його ключові теоретичні концепції. Слід зазначити, що у переважній більшості визначень контролінгу фігурують терміни «інформаційне забезпечення, інформація», «координація», «контроль», «управлінський облік». Однак, автори окремих дефініцій контролінгу все ж роблять акценти на пріоритетність тієї чи іншої функції контролінгу. На ранніх стадіях розвитку, контролінг асоціювався з функціями контролю та інформаційного забезпечення. Зазначені функції досліджуються у багатьох сучасних наукових працях. При цьому, ряд фахівців ставлять знак рівності між контролінгом та контролем. Такий підхід має місце, зокрема, у визначенні контролінгу, запропонованому проф. І.О. Бланком, згідно з яким, фінансовий контролінг – це контролююча система, що забезпечує концентрацію контрольних процедур на найбільш пріоритетних напрямках фінансової діяльності підприємства [35, с.119]. У розвиток цієї тези, Стефаненко М.М. зазначає, що контролер має брати безпосередню участь в організації внутрішнього контролю активів. Методологія внутрішньої ревізії та обґрунтування рішень щодо страхування майна й обов'язків також входять до кола важливих завдань, що стоять перед

контролером підприємства [13, с. 151]. Представник школи контролінгу КНТЕУ Тарасюк М.В. також наголошує на пріоритетності функції контролю, зазначаючи, що у ході підтримки реалізації контрольної функції управління контролінг повинен координувати, створювати та коригувати, інформаційне, аналітичне, методичне та інструментальне забезпечення вирішення завдань контролю. Контроль в системі контролінгу розглядається при цьому в двох аспектах: безпосередньо контроль управління підприємством - контроль дотримання встановленої системи цілей та контроль ефективності реалізації управлінських функцій; підтримка реалізації контрольної функції управління - аналіз існуючої практики контрольної діяльності, розробка пропозицій щодо удосконалення контролю [36, с.107-112].

Концепція контролінгу, орієнтована на контроль прослідковується у представників китайської школи контролінгу. Як зазначає завідувач кафедри контролінгу університету CDHK Tongji (Шанхай) проф. Х. Ванг, на китайських підприємствах контролінг спрямований на забезпечення виконання планових показників. Такі традиційні функції контролінгу як планування, інформаційне забезпечення, контролінг персоналу та організацій не є пріоритетними для контролінгу. Головна увага контролера на китайських підприємствах спрямована на обробку оперативних фінансових показників, натомість стратегічний контролінг не знайшов достатнього розвитку в цій країні [37, с.20-25]. Дисертант підтримує тезу цілого ряду авторів про те, що фінансовий контролінг не слід прирівнювати до фінансового контролю чи внутрішнього аудиту, оскільки визначальними функціями контролінгу є усе ж координація та інформаційне забезпечення.

Згідно з інформаційною концепцією контролінгу, контролінг інтерпретується як система інформаційного та консультаційного забезпечення менеджменту. Сутність концепції описано у визначенні контролінгу, наведеному у працях німецького економіста А. Хайгля: «Контролінг спрямований на збір, обробку та координацію інформації з метою її використання для управління економікою підприємства» [38, с.3]. Прихильником концепції є також Островська О.А., яка вказує на те, що

контролінг пов'язаний з реінжинірингом - докорінною перебудовою усіх аспектів функціонування інформаційної системи, що передбачає формування команди виконавців з інноваційним типом мислення, спроможних вирішувати нештатні ситуації в короткий термін, і забезпечення зворотного зв'язку в контурі управлінської системи. Сутність контролінгу, як об'єкта реінжинірингу, полягає в розробці нової підсистеми інформаційного забезпечення для потреб стратегічного менеджменту [25, с. 100-113]. Відтак, окрім іншого контролінг втілює в собі елементи реінжинірингу.

У контексті реалізації інформаційної функції контролінгу, відомий фахівець у цій сфері С.Г.Фалько, виокремлює реєстраційну концепцію контролінгу, що виникла на початку ХХ-го сторіччя й активно розвивалася до 30-х років та обліково-аналітичну концепцію (почала формуватися під час економічної кризи 30-х років). Відповідно до першої, завдання контролера зводилися до реєстрації інформації та надання її керівництву у вигляді звітів. Обліково-аналітична концепція передбачає, що контролери мають аналізувати ефективність підприємства, продукції, підрозділів [39, с.20-25]. Важлива роль при цьому починає відводитися управлінському обліку. Для упорядкування понятійного апарату контролінгу слід чітко визначити поняття «управлінський облік». Як наголошує Терещенко О.О., використання в україномовній та російськомовній професійній літературі термінів „контролінг” та „управлінський облік” досить часто визначається тим, якими першоджерелами користуються автори. Якщо в основі вивчення питання покладено англо-американський досвід – то автори здебільшого використовують термін „управлінський облік”, якщо ж європейський – то „контролінг”[40, с. 99-110].

Відповідно до європейської парадигми контролінгу, управлінський облік розглядається як складова контролінгу, яка спрямована на його інформаційну підтримку у сфері прийняття рішень щодо цінової політики, виробничої програми підприємства, матеріального забезпечення постачання та управління витратами. Відомі німецькі фахівці з контролінгу Й. Вебер та У. Шеффер у цьому контексті зазначають, що з теоретичної точки зору немає ніякого сенсу управлінський облік (облік, зорієнтований на прийняття управлінських рішень)

позначати новою назвою «контролінг» [41, с.21]. Автор дисертації повністю підтримує зазначену тезу. Вважаємо, що управлінський облік є важливим внутрішнім джерелом забезпечення інформацією контролінгу та менеджменту загалом. Він має інтерпретуватися як система розрахунку, планування та аналізу доходів і витрат, що спрямована на внутрішніх користувачів і використовується для планування, оцінки і контролю діяльності компанії в цілому, так і окремих центрів відповідальності [34, с.31-42].

Отже, порівняно з управлінським обліком, контролінг виконує більш ширше коло функцій та завдань. Як справедливо зазначають Лігоненко Л. О. та Вержбицький О.А., окрім управлінського обліку, класичний контролінг об'єднує й інші види обліку на підприємстві (бухгалтерський, фінансовий, управлінський, податковий, статистичний) в єдину облікову систему, яка є інформаційним забезпеченням контролінгу [42, с. 45]. Островська О.А., досліджуючи інноваційний потенціал контролінгу вказує, що він виконує функції постачальника та інтерпретатора інформації для керівництва, а також координатора оперативної діяльності підприємства. Метою контролінгу цей автор визначає як отримання даних, їх обробку і трансформацію в інформацію для управління та прийняття рішень щодо запобігання розвитку кризових явищ та забезпечення сталого функціонування у майбутньому [25, с. 100-113]. З іншого боку, у наведеному трактуванні сутності контролінгу суттєве місце відводиться функції координації. Відаючи належне функції координації, Лігоненко Л.О. та Вержбицький О.А. у пропонованій дефініції контролінгу акценти ставлять усе ж на інформаційній ролі контролінгу: «контролінг – спеціально сформована та підпорядкована стратегічній меті система інформаційно-аналітичної, методичної та інструментальної підтримки керівників, лінійних та функціональних менеджерів підприємства з коректного визначення та досягнення цільових показників господарювання, яка забезпечує ефективну реалізацію повного циклу управління за всіма функціональними сферами та процесами підприємства...» [42, с. 47].

Автор дисертації є прихильником концепції контролінгу, в основі якої покладено пріоритетність функції координації. Ця концепція в новітній теорії

та практиці контролінгу набула найбільшого поширення. Акценти на пріоритетності функції координації знаходимо у працях П. Хорвата, Ш. Діркеса, Г. Кюппера, О. Терещенка, Н. Бабяк, С. Івахненкова, Д. Гахмайстера, Х. Кюппера, Р. Мюллера [10, 12, 141, 142, 143]. Під координацією при цьому розуміється узгодження окремих рішень для досягнення спільних цілей [10, с. 102]. У контексті домінування координаційної функції контролінгу С. Г. Фалько згадує про концепцію внутрішньофірмової інтеграції та координаційно-навігаційну концепцію. Перша сформувалася у 70-ті роки минулого сторіччя одночасно з розвитком інтегрованих автоматизованих систем планування виробництва. За допомогою таких інструментів контролінгу як бюджетування служби контролінгу намагалися скоординувати виробництво, постачання, збут, оптимізуючи витрати [39, с.20-25]. Виникнення координаційно-навігаційної концепції пов'язане з розробками американських вчених (перш за все Д. Нортон та Р. Каплана), які спрямовані на узгодження якісних та кількісних цілей діяльності підприємств, показників стратегічних та оперативних планів. Мова йде перш за все про систему збалансованих показників (Balanced Scorecard, BSC).

Для з'ясування сутності дефініції контролінгу, спрямованої на функцію координації, зупинимося на аспекті координації більш детально. Необхідність координації виникає завжди тоді, коли рішення певного організаційного рівня є компонентом (ланкою) вектора рішень іншої організаційної одиниці, тобто має місце взаємозалежність у досягненні цілей. У зв'язку з цим, П. Хорват виокремлює функціональну координацію, інструментальну та інституційну [10, с.141]. Так, особлива потреба у координації виникає у процесі реалізації такої функції управління фінансами як планування. Функціональна координація має місце у процесі формування майстер бюджету, розрахунку фінансових показників різних планових документів, узгодження стратегічних показників з поточними, показників бюджетів різних підрозділів, центрів відповідальності тощо. Інституційна координація спрямована на координацію діяльності різних підрозділів та осіб, залучених до процесу планування, при визначенні порядку та послідовності процедур планування. Інструментальна координація

стосується набору інструментів (методів, моделей і методик), що використовуються у процесі планування. На наш погляд, непересічну роль координація відіграє у процесі антикризового фінансового планування, що здійснюється під сильним тиском чинників обмеженості часу, ресурсів та ризиків. Неузгоджене використання зазначених параметрів своїм наслідком має загострення кризи. Відомий німецький дослідник Е. Фрезе розрізняє вертикальну та горизонтальну координацію. Перший тип координації пов'язаний із розщепленням та впорядкуванням вектора прийняття рішень та формування ієрархії комунікаційних зв'язків. При цьому, на думку цього автора, діють три принципи, на яких ґрунтується координація:

- децентралізації: розширення можливостей для прийняття рішень окремої структурної одиниці (рівня менеджменту);
- автономії: формування управлінської та інформаційної автономії, тобто надання повноважень з прийняття рішень вищестоящому організаційному рівню;
- інструменталізації: використання інструментів і методів прийняття рішень, які б уможлилювали вирішення проблеми координації [43, с. 2263-2273].

Класичну дефініцію контролінгу, зорієнтовану на функцію координації знаходимо в працях П. Хорвата: «з функціонального боку, контролінг – це підсистема управління, яка, враховуючи цільові орієнтири, системно координує процеси планування, контролю та інформаційного забезпечення, тим самим здійснюючи підтримку адаптації та координації усієї системи управління підприємством» [10, с.134]. Згідно з Г. Фрідлем та Р. Бергманом, контролінг охоплює сукупність завдань з цілеспрямованої координації диференційованих та децентралізованих носіїв рішень на основі використання інструментів координації та інформаційного забезпечення управлінських рішень [44, с.1504-1514]. Логіка координації прослідковується також у визначенні фінансового контролігу, яке обґрунтовується у працях Івахненкова С.В., щоправда, замість терміну «координація» цей автор вживає термін «узгодження»: «інтегрована підсистема прийняття управлінських рішень щодо пріоритетних напрямів

фінансової діяльності підприємства, яка базується на комплексному аналізі даних бухгалтерського обліку, внутрішнього контролю та передбачає узгодження фінансових аспектів функціонування усіх підрозділів підприємства [45, с. 58].

У дисертаційному дослідженні не ставилася мета обґрунтувати власне визначення контролінгу, відповідно, фінансового контролінгу. Автор підтримує філософію фінансового контролінгу, репрезентовану групою фахівців Київського національного економічного університету, згідно з якою він інтерпретується як «мозковий центр» компанії. Фінансовий контролінг при цьому забезпечує інформаційно-методичну підтримку фінансових рішень та координацію окремих підсистем управління. Для досягнення цілей оптимізації фінансових рішень і максимізації вартості компанії фінансовий контролер оперує технологіями бюджетування, стратегічного планування, управлінського обліку, фінансової діагностики, ризик-менеджменту, фінансової комунікації, внутрішнього консалтингу та контролю [34, с.35-36]. У рамках концепції контролінгу, яка орієнтована на функцію координації можна виокремити ряд інноваційних складових, які є адекватною відповіддю на актуальні вимоги практики. Мова йде про вартісно-орієнтовану концепцію контролінгу та концепцію антикризового фінансового контролінгу. Саме на останній сфокусоване дисертаційне дослідження.

Для розуміння сутності контролінгу, його слід розглядати з функціональної та інституційної точок зору. Якщо мова йде про контролінг як такий, то мається на увазі функціональний аспект, якщо ж досліджуються завдання та компетенції контролера, то йдеться про інституційні характеристики контролінгу. На наш погляд, під контролінгом слід розуміти спеціальну управлінську функцію, яка реалізується не лише службами контролінгу, а й іншими підрозділами підприємства. Та чи інша теоретична концепція контролінгу знаходить свій прояв у практично-орієнтованій системі контролінгу. Згідно з П. Хорватом, система контролінгу має включати в себе [10, с.132-133]: специфічні завдання контролінгу; організацію (організаційну структуру) контролінгу; інструменти контролінгу. На наш погляд, зазначені основоположні елементи системи контролінгу слід доповнити також переліком

підсистем контролінгу. Побудова системи контролінгу має розпочинатися із виокремлення саме підсистем контролінгу. Потім слід визначити специфічні завдання, які має виконувати кожна підсистема та система контролінгу в цілому. Ключовим критерієм, що визначає характер організації контролінгу має бути економічність: ефект від впровадження контролінгу (додана вартість, яка ним генерується) має перевищувати витрати на його постановку та функціонування. Величина доданої вартості, що генерується контролінгом, на наш погляд, визначається сумами зниження витрат (у тому числі імпліцитних) та збільшення доходів підприємства, які є наслідком раціоналізації бізнес-процесів, зменшення ризиків, удосконалення методичного забезпечення, застосування інноваційних технологій прийняття рішень, що мають місце на підприємстві за результатами діяльності контролера.

За аналогією з поширеним у менеджменті підходом до визначення елементів організації (цілі, завдання, структура, технології, або система «7-S»), Лігоненко Л.О. та Вержбицький О.А. контролінг пропонують розглядати як систему управління, яка складається з таких елементів: цілі, завдання та функції, принципи, методичне, інформаційне, організаційне та кадрове забезпечення [42, с. 41]. Підтримуючи позицію щодо елементів контролінгу як системи, не можна погодитися із трактування контролінгу як системи управління, оскільки контролінг є підсистемою, яка спрямована на інформаційну та координаційну підтримку управління. Як наголошує П. Хорват, контролер постачає та керує методами, моделями та інформацією для управління. Однак, сам контролер не здійснює управління [10, с.135]. Окрім цілей, завдань, організаційного забезпечення, визначальною ланкою системи контролінгу, на наш погляд, є його ключові інструменти, що мають бути імplementовані на конкретному підприємстві. До інструментів контролінгу відносять методи, методики, процеси та моделі, які спрямовані на забезпечення координаційної та інформаційної підтримки прийняття управлінських рішень.

Дисертант підтримує тезу, що фінансовий контролінг можна інтерпретувати як систему інформаційного забезпечення координації всіх підсистем управління, що передбачає використання методів та процедур з бюджетування, стратегічного

планування, управлінського обліку, діагностики, фінансової комунікації, управління ризиками та внутрішнього контролю, які в сукупності зорієнтовані на підвищення ефективності фінансово-економічних фінансових рішень і збільшення вартості компанії [46 , с.118]. На наш погляд, важливим напрямком діяльності фінансового контролера є впровадження інноваційних технологій підтримки прийняття фінансово-економічних рішень. Мова йде про інновації у сфері аналізу підприємства, діагностики, моніторингу, планування, раціоналізації. Особливого значення набувають інноваційні рішення у період фінансової кризи на підприємстві. У цьому контексті слушним є висновок, за яким, зусилля підприємств мають бути спрямовані на створення інноваційної системи управління, в якій переважає системне розв'язання проблем обліку, аналізу, планування та контролю [13, с.151].

Окремі автори ставлять знак рівності між фінансовим менеджментом та контролінгом, упускаючи при цьому засадничу різницю між функцією управління фінансами та аналітично-інформаційною підтримкою управлінських рішень. Як підкреслює в своїх дослідженнях Стефаненко М.М., не можна ототожнювати поняття «фінансовий менеджмент» та «фінансовий контролінг» лише через зовнішню ідентичність їх завдань. На думку цього науковця, контролінг в аспекті функцій фінансів залишається лише набором довільних інструментів аналізу, своєчасне застосування яких сприяє якіснішому процесу прийняття рішень менеджерами у фінансовій сфері. Водночас, значення контролінгу зростатиме завжди, коли для досягнення цілей, встановлених власниками буде необхідна якісна координація всіх структурних підрозділів підприємства [13, с. 145]. Для розуміння функціональних завдань контролінгу, звернемося до класифікації основних напрямків та завдань фінансового контролера, обґрунтовану Терещенко О.О. (таблиця 1.4.).

Як бачимо, діапазон завдань контролінгу поширюється як на питання координації та контролю, так і на методичне та консультативне забезпечення управлінських рішень. Водночас, у наведеній класифікації відсутні специфічні завдання фінансового контролінгу, які він має виконувати у разі здійснення антикризового управління підприємством.

Таблиця 1.4.

Напрямки діяльності і завдання фінансового контролера [34, с. 39].

НАПРЯМКИ	ЗАВДАННЯ
1. Координація	<ul style="list-style-type: none"> • координація окремих підсистем системи управління; • координація стратегічних та оперативних цілей і завдань; • забезпечення інтеграції систем ризик-менеджменту та планування; • узгодження стратегічного та оперативного планування.
2. Фінансова стратегія	<ul style="list-style-type: none"> • координація та методичне забезпечення процесу розробки і реалізації фінансової стратегії; • вироблення пропозицій щодо адаптації організаційної структури підприємства до обраної стратегії розвитку; • портфельний аналіз (продукції, діяльності)
3. Бюджетування	<ul style="list-style-type: none"> • визначення об'єктів та інструментів планування; • розробка та удосконалення фінансової структури підприємства; • вдосконалення методик прогнозування та бюджетування; • організація та імплементація процесу планування (бюджетування)
4. Внутрішній контроль	<ul style="list-style-type: none"> • експертиза управлінських рішень, пов'язаних з витратами; • бюджетний контроль; • підготовка рапортів (внутрішня звітність); • підготовка консолідованого звіту про виконання бюджетів та пропозицій щодо корекції планів та діяльності; • контроль дотримання внутрішнього регламенту та законодавства.
5. Контролінг ризиків	<ul style="list-style-type: none"> • ідентифікація, аналіз ризиків, розробка заходів щодо їх нейтралізації; • виявлення та ліквідація вузьких місць на підприємстві; • своєчасне реагування на появу нових шансів та можливостей;
6. Внутрішній консалтинг та методичне забезпечення	<ul style="list-style-type: none"> • методичне забезпечення діяльності структурних підрозділів; • консультування керівництв підприємства та структурними підрозділами; вироблення пропозицій щодо вирішення можливих конфліктів інтересів на всіх рівнях; • розробка та координація системи матеріального стимулювання центрів фінансової відповідальності підприємства; • методичне забезпечення фінансової діагностики підприємства, інтерпретація її результатів
7. Інформаційне забезпечення менеджменту	<ul style="list-style-type: none"> • організація системи управлінського обліку; • визначення складу, термінів подання, обсягів та цілей управлінських звітів для різних користувачів; • аналіз та удосконалення документообороту підприємства; • оцінювання якості функціонування систем автоматизації і вироблення пропозицій з поліпшення роботи цих систем; • підбір, участь у розробці та удосконаленні систем автоматизації руху інформаційних потоків на підприємстві.

Вивчення наукового здобутку фахівців, які займаються проблематикою фінансового контролінгу (Бабяк Н., Івахненко С., Лігоненко Л.О., Терещенко О., Фалько С., Хорват П. та ін.) дозволяє зробити висновок, що питання розвитку фінансового контролінгу є досить багатограним. Акценти у дослідженнях ставляться переважно на питаннях стратегічного контролінгу,

контролінгу витрат, вартісно-орієнтованого контролінгу, ролі інформаційних технологій у процесі реалізації контролінгом своїх функцій. Водночас, особливості функціонування фінансового контролінгу у період фінансово-економічної кризи залишаються поза увагою більшості дослідників. Так, згідно з результатами дослідження еволюції контролінгу, що наведені у працях Д. Ковальова, на розвиток контролінгу вплинули такі засадничі чинники:

- утвердження «ринку продавця» та епоха «ринку покупця»;
- глобалізація ринків збуту, виробництва, ресурсного забезпечення;
- глобалізація фінансових ринків, що висунула на перший план «якісне управління» та «вартісно-орієнтоване управління». Контролер при цьому перетворюється в технолога з менеджменту і є повноцінною складовою топ-менеджменту [10, 47].

Окреслений перелік чинників, що визначають специфіку інструментарію контролінгу на сучасному підприємстві, на наш погляд, доцільно доповнити фактором перманентних фінансово-економічних криз під впливом яких ведуть фінансово-господарську діяльність підприємства. Зазначені кризи зумовлюють комплекс причин, що ускладнюють господарську діяльність та погіршують фінансовий стан суб'єктів господарювання. Ці причини можуть призвести до кризової ситуації та банкрутства підприємств. З іншого боку, сама природа ведення бізнесу за конкурентного ринкового середовища, глобалізації ринків збуту та постачання факторів виробництва, наявності інформаційної асиметрії та загрози принципал-агент конфліктів генерує як зовнішні, так і внутрішні причини кризи на підприємствах. Відтак, підприємства повинні запроваджувати захисні системи, які з одного боку попереджували б внутрішню кризу, а з іншого – дозволяли б її вчасно локалізувати. Створення такого роду систем належить до компетенції антикризового фінансового контролінгу. Антикризові механізми мають бути закладені в ідеологію контролінгу як такого. Саме тому, у рамках побудови системи антикризового управління на підприємствах є запровадження специфічних інструментів антикризового фінансового контролінгу з подальшою їх трансформацію у систему традиційного фінансового контролінгу. Слушною у цьому контексті є

теза Островської О.А., що контролінг має бути «інформаційним супутником» менеджменту вищого ієрархічного рівня у вирішенні завдань фінансового управління, яке з моменту створення підприємства визначається як антикризове й превентивне [25, с.100-113].

Визначимо особливості фінансового контролінгу на підприємствах, що знаходяться в кризі. За основу при цьому візьмемо функціональні напрямки контролінгу, наведені в таблиці 1.4. Загалом, у науково-практичних джерелах з питань контролінгу, залежно від пріоритетів, завдань та інструментарію, в системі контролінгу умовно виокремлюються дві опції: контролінг, спрямований на підтримку управлінських рішень (обґрунтування власних рішень менеджменту) та контролінг, спрямований на управління поведінкою (вплив на рішення інших осіб). В умовах фінансової кризи важливими є обидві опції. Так, кризова ситуація характеризується зростаючою необхідністю забезпечення оперативною та релевантною інформацією для прийняття скоординованих антикризових рішень. Контролінг, зорієнтований на підтримку управлінських рішень, зводиться до координації системи управління, складовою якої є він сам. Мова йде про механізми вибору найкращої із наявних антикризових альтернатив.

Непередбачуваність внутрішнього та навколишнього середовища у період кризи ускладнює оцінку результативності виконання агентами делегованих завдань, що створює сприятливі можливості для їх опортуністичної поведінки. Агенти, які не в змозі досягти визначених цілей через несприятливі кризові умови можуть бути демотивовані або ж йти на надмірні ризики для досягнення своїх цілей. У цьому зв'язку, у рамках контролінгу поведінки слід застосувати інструменти мотивації та контролю таким чином, щоб спрямувати поведінку усіх учасників фінансових відносин на досягнення цільових антикризових орієнтирів підприємства. Ключовими проблемами, які слід при цьому вирішити є асиметричний розподіл інформації та конфлікт цілей. В таблиці 1.5. наведено визначені автором особливості і специфічні завдання фінансового контролінгу на підприємствах, що знаходяться в кризі.

Таблиця 1.5.

Особливості і специфічні завдання фінансового контролінгу на підприємствах, що знаходяться в кризі

НАПРЯМКИ	ОСОБЛИВОСТІ	ЗАВДАННЯ
1. Забезпечення координації	Розбалансована діяльність підприємства, дефіцити в координації на всіх рівнях управління фінансами, загострення конфлікту цілей	<ul style="list-style-type: none"> • координація антикризових планів; • координація та узгодження цілей різних груп інтересів, що мають відношення до санації підприємства
2. Підтримка розробки та реалізації антикризової стратегії	Наявність фінансових конфліктів між підприємством та стейкхолдерами, шехолдерами та стейкхолдерами	<ul style="list-style-type: none"> • обґрунтування стратегії, спрямованої на вирішення корпоративних конфліктів, фінансових конфліктів між підприємством і зовнішнім середовищем; • реалізація стратегії, спрямованої на зниження витрат
3. Антикризове планування	Високий рівень невизначеності прогнозів, тиск ризиків, необхідність урахування у процесі складання бюджетів вимог законодавства про банкрутство, типової форми плану санації.	<ul style="list-style-type: none"> • розробки методики складання антикризових бюджетів, ураховуючи високий рівень невизначеності
4. Контроль та моніторинг реалізації антикризових заходів	Гібридний контроль з боку господарського суду, керуючого санацією, кредиторів, а також контролінгу	<ul style="list-style-type: none"> • контроль процесу санації підприємства; • контроль ефективності окремих антикризових заходів; • моніторинг проміжних результатів антикризових заходів • оцінка ефективності антикризових заходів
5. Підтримка системи ризик-менеджменту	Урахування високого ризику дефолту та банкрутства підприємства, високий рівень інформаційних ризиків	<ul style="list-style-type: none"> • запровадження та підтримка дієздатності системи раннього попередження та реагування; • забезпечення якісної діагностики банкрутства
6. Методичне забезпечення	Урахування законодавства про банкрутство	<ul style="list-style-type: none"> • методичне забезпечення антикризового планування • методичне забезпечення діагностики фінансової кризи • розробка окремих антикризових модулів
7. Антикризова комунікація	Гострий дефіцит в інформаційному забезпеченні	<ul style="list-style-type: none"> • запровадження антикризової фінансової комунікації • звітність про результати моніторингу реалізації антикризової програми

У контексті запровадження контролінгу на підприємствах, що знаходяться в кризі слушною є теза Лігоненко Л.О. та Вежбицького О.А., що

контролінг є своєрідною «надбудовою» до традиційної системи управління підприємством, яка дозволяє прискорити реакцію на зміну зовнішнього середовища, зменшити ризики суб'єктивних рішень, створити максимально комфортні умови для діяльності та заощаджувати час лінійних та функціональних керівників у процесі прийняття управлінських рішень [42, с. 40-41]. На наш погляд, ключові особливості фінансового контролінгу на підприємствах, що знаходяться в кризі у тезовому вигляді можна сформулювати таким чином:

- загострення конфлікту цілей на різних рівнях: прибутковість-ліквідність, власники-кредитори, забезпечені-незабезпечені кредитори, керівництво підприємством-персонал тощо. Наприклад, для забезпечення ліквідності керівництво може прийняти рішення щодо збільшення ліквідних ресурсів та резервів. Водночас, це матиме своїм наслідком збільшення витрат на капітал та зменшення показників результативності (доданої вартості, прибутку, рентабельності тощо). Такого роду конфронтація цілей потребує координаційної функції контролінгу з метою вирівнювання цілей та нейтралізації проявів їх конфліктів;

- притаманний фінансовій кризі високий рівень операційних та фінансових ризиків, мікро- та макроекономічної невизначеності зумовлює потребу в гнучкому та адаптивному методичному та консультаційному супроводженні антикризових заходів, відтак, служби контролінгу мають оперувати якісними методиками діагностики кризи, антикризового планування, оцінки ефективності, контролю та моніторингу антикризових заходів;

- фінансова криза здебільшого є наслідком високого рівня витрат, відтак, акценти контролінгу мають бути сфокусовані на реалізації дієвих заходів щодо зниження витрат, що мають ґрунтуватися на запровадженні інноваційних підходів до контролінгу витрат;

- високий рівень інформаційних ризиків: наявність інформаційної асиметрії між окремими учасниками фінансових відносин, що мають безпосередній інтерес до підприємства потребує запровадження антикризової фінансової комунікації та моніторингу антикризових заходів;

- високий рівень загрози «опортуністичної» поведінки окремих учасників фінансових відносин у процесі реалізації антикризових заходів зумовлює потребу у ефективному контролі виконання антикризових планів та оперативній звітності щодо ходу реалізації антикризової програми.

Остання теза потребує більш детального обґрунтування. На наш погляд, у контексті фінансового контролінгу на підприємствах, що знаходяться в кризі має функціонувати трьох-пріоритетний контролінг: рівно направлений на координацію, інформаційне забезпечення та контроль. Непересічну роль при цьому має відігравати контроль з огляду на ризиковість, численні загрози опортуністичної поведінки окремих агентів, без ефективного контролю, антикризові заходи приречені на невдачу. При цьому, мова має йти про гібридну систему внутрішнього та зовнішнього контролю: з боку господарського суду, керуючого санацією, кредиторів, аудиту та контролінгу. Необхідність контролю за реалізацією антикризових заходів досить переконливо обґрунтовано Л. Верховодовою, яка наводить ряд аргументів щодо цього: необхідність постійного нагляду за реалізацією процедури санації через відсутність керуючого санацією за реалізації окремих процедур законодавства про банкрутство. Отже, необхідно створити організаційну структуру для виконання функції контролю над реалізацією процедури санації (очевидно, таку функцію має виконувати контролінг); у разі санації після порушення провадження у справі про банкрутство, внутрішня паралельна система оцінки проміжних та підсумкових результатів санації дасть можливість своєчасно вдаватися до корекції програми заходів і не допустити банкрутства підприємства; необхідність координації та контролю працівників підприємства, що реалізують план санації [33, с.88]. На наш погляд, ключовим органом, що має здійснювати контроль антикризового процесу має бути саме антикризовий контролінг, оскільки, згідно з пропонованою у дисертації концепцією він володіє максимально повною інформацією про всі аспекти діяльності підприємства та заплановані антикризові заходи. Відтак, контролінг зможе забезпечити якісний контроль за всіма процесами.

Вихідним пунктом діяльності контролінгу у період кризи є виявлення причин та симптомів кризи, обґрунтування проектів рішень щодо нейтралізації кризи. Для цього в арсеналі контролінгу є кількісні та якісні методи та індикатори. Водночас, у період фінансової кризи досить складно оцінити ризики, здійснити прогностичні розрахунки, проаналізувати ефективність інвестицій, визначити основні параметри, на базі яких розраховуються витрати на залучення капіталу. Так, внаслідок кризових явищ досить викривленими та нестабільними є процентні ставки за державними запозиченнями, які використовуються як базова (безризикова) процентна ставка. У результаті нестабільності як на локальних, так і на глобальних фондових ринках отримуємо суперечливі значення ринкової премії за ризик. Бета-фактор, який характеризує операційні та фінансові ризики вкладень у конкретне підприємство також зазнає суттєвих впливів, які є наслідком нестабільності. Аналіз статистичної інформації, яка надходить із вітчизняного фондового ринку засвідчує, що ринок є несформованим, низько ліквідним, з високим рівнем монополізму та інсайдерської торгівлі. Навіть поверхневий аналіз основних показників розвитку фондового ринку України засвідчує його надзвичайну волатильність. Так, в 2012р. обсяги торгів на українській біржі зменшилися близько на 61,5 % порівняно з результатами попереднього року. За цей же рік індекс UX знизився на 30,81 %, а ПФТС - на 41,41 %. Протягом 2013-2015рр. ситуація на вітчизняному фондовому ринку та на ринку капіталів загалом погіршилася кардинальним чином. Ризики фінансування вітчизняних підприємств суттєво зросли, кредитні рейтинги України опустилися до переддефолтного рівня. Завданням фінансового контролінгу за цих обставин є підбір адекватних методів прогнозування, оцінки ризиків та розрахунку витрат на залучення капіталу, які б з максимальною об'єктивністю характеризували ризики фінансування. З іншого боку, фінансовий контролінг має виробити комплекс заходів, які б дозволили зменшити ризики вкладень коштів у підприємство і таким чином зменшити ціну залучення капіталу. Непересічне значення при цьому набуває інструментарій контролінгу ризиків. Бабяк Н.Д. пропонує досить вдалу структурно - логічну модель механізму функціонування

системи контролінгу ризиків у державному приватному партнерстві, яка включає ряд послідовних стадій і етапів (рис.1.2). На наш погляд, окреслена модель може з успіхом бути використана також на підприємствах, що знаходяться в кризі.

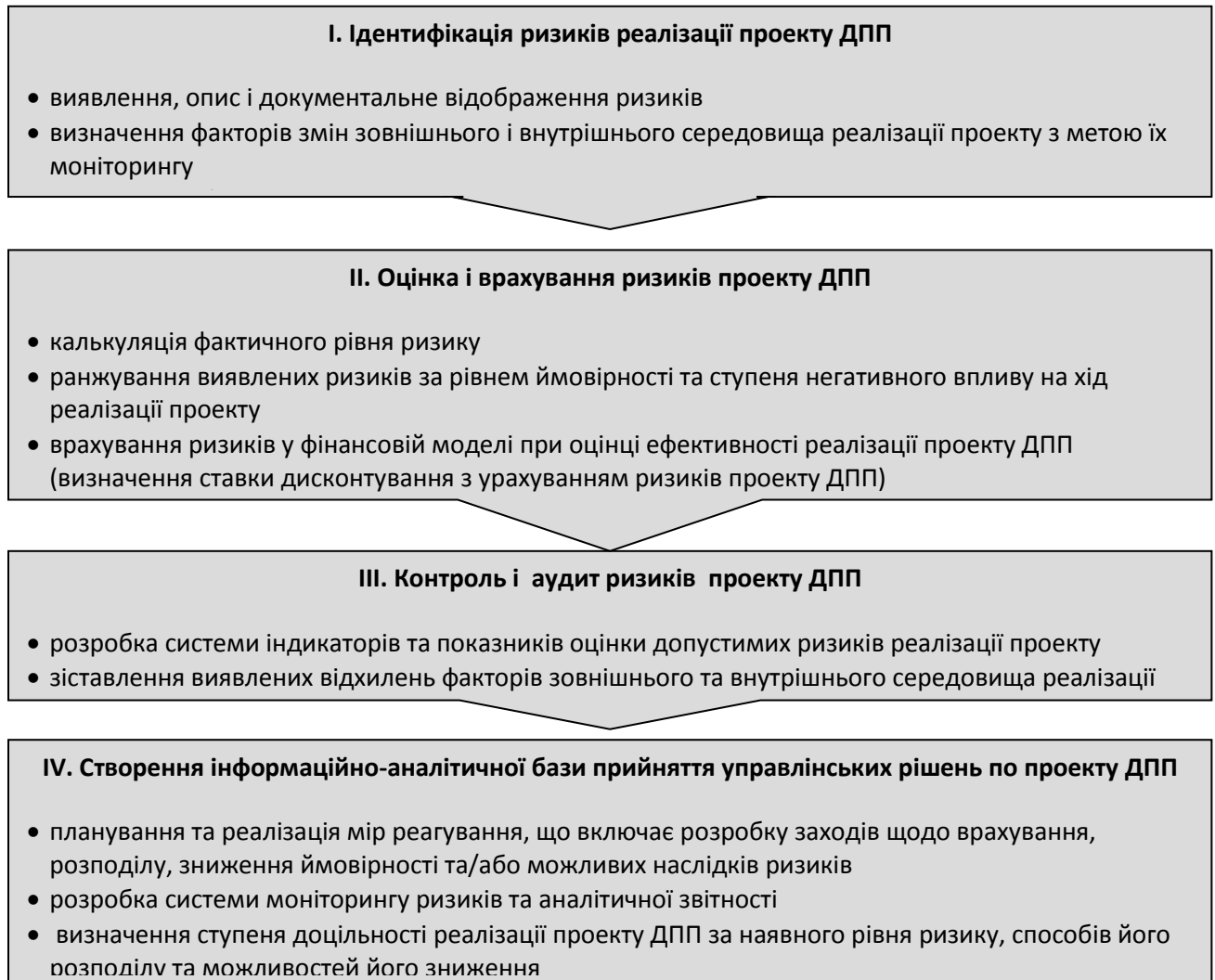


Рис. 1.2 Алгоритм побудови системи контролінгу ризиків проектів ДПП

[49, с. 101]

Як уже зазначалося, у період кризи фінансовий контролінг має концентруватися як на підтримці керівництва у процесі планування, реалізації та контролю здійснення проектів із санації та реструктуризації підприємства, так і на забезпеченні контролю, координації та інформаційної підтримки поточної фінансово-господарської діяльності. Згідно з висновками групи німецьких учених (Б. Вайсенбергер, С. Гьобель, Х. Кляйн) управлінські

помилки менеджменту підприємств, стратегічні та оперативні дефіцити у плануванні, керуванні та контролі є домінуючими причинами фінансової кризи на підприємстві [48, с. 7]. Іншими словами, саме відсутність ефективного стратегічного та оперативного фінансового контролінгу є ключовою внутрішньою причиною фінансової кризи на підприємстві. З іншого боку, вплив негативних зовнішніх чинників, що можуть зумовити кризову ситуацію на підприємстві є наслідком неефективного управління ризиками, що знову ж таки пов'язано із недієздатністю контролінгу.

Служби фінансового контролінгу мають враховувати окреслені ризики у процесі планування інвестиційних вкладень та складанні фінансових планів. Можна стверджувати, що налагодження антикризового фінансового контролінгу з послідуною його трансформацією у класичний фінансовий контролінг має бути домінуючою складовою антикризової концепції будь-якого підприємства. Враховуючи окреслені особливості та характеристики фінансового контролінгу на підприємствах, що знаходяться в кризі, в наступному підрозділі буде обґрунтована завершена система антикризового фінансового контролінгу, яка може бути імплементована на підприємствах, які уже знаходяться в кризі або яким така криза загрожує. Служба контролінгу при цьому за своєю природою стає найважливішим інтелектуальним та інноваційним ресурсом підприємства.

1.3. Система антикризового фінансового контролінгу

В умовах загострення макроекономічної кризи невизначеність посилюється, а отже суттєво ускладнюється процес прийняття фінансових рішень на мікрорівні. Відтак, відсутність або недієздатність контролінгу на підприємстві стає однією з ключових причин фінансової кризи. Досить часто підприємство опиняється в кризі з тієї причини, що саме контролінг знаходиться в кризі [50, с.62]. Аксіомою можна вважати тезу про те, що неефективність або ж відсутність

планування та контролю, поряд із погіршенням ринкових позицій підприємств є ключовою домінантою фінансової кризи. За такої ситуації збільшуються ризики помилкових рішень та, як наслідок, підвищується ймовірність банкрутства компанії. Вважаємо, що за таких обставин, комплекс інструментів, спрямованих на послаблення чинника невизначеності в умовах кризи, має сформувати антикризовий фінансовий контролінг.

Вперше в Україні, концепція антикризового фінансового контролінгу була формалізована у працях Терещенка О.О., який вказує на те, що особливістю антикризового фінансового контролінгу є пріоритетність інформаційного та організаційного забезпечення ризик-менеджменту (завдяки введенню контролінгу ризиків) та функціональна підтримка прийняття фінансових рішень в рамках процедури фінансової санації [29, с.110]. Таким чином, принципова різниця між антикризовим фінансовим управлінням та антикризовим фінансовим контролінгом полягає в тому, що антикризове управління як інституція, несе відповідальність за прийняття фінансових рішень та успішність реалізації антикризової програми. Антикризовий фінансовий контролінг здійснює координаційну, інформаційну, інструментальну та методичну підтримку антикризового фінансового управління. Окрім цього, контролінг забезпечує оцінку ефективності, моніторинг та контроль успішності антикризових заходів.

Висновок дисертанта щодо ролі контролера у підвищенні ефективності фінансових рішень в умовах фінансової кризи на підприємстві досить красномовно підтверджується тезою Стефаненко М., що контролер відіграє роль свого роду кризового менеджера або ж «пожежника» при вирішенні як локальних, так і стратегічних проблем, які можуть виникати на підприємстві. [13, с.149]. Водночас, як зазначалося вище, відповідальність за прийняття антикризових рішень покладається на антикризовий менеджмент, а не на контролінг. Впровадження окремих елементів антикризового контролінгу слід здійснювати з моменту початку функціонування підприємства, до розвитку на підприємстві симптомів фінансової кризи. Островська О.А., відстоюючи превентивний аспект контролінгу, вважає будь-який контролінг антикризовим.

При цьому ознаки контролінгу в ситуації фінансової кризи автор вважає характерними саме для санаційного контролінгу [25]. Ця теза є дещо спірною, оскільки, антикризовий контролінг можна вважати окремою системою, що має свої специфічні риси та особливості. Альтернативні види контролінгу, для набуття ними антикризових рис мають бути дещо модифіковані.

Ряд західних учених звертають увагу на двоїсту роль контролінгу у контексті економічної кризи. З одного боку, контролінг в цілому інтерпретується як важливий «фактор успішності» попередження та (або) подолання фінансової кризи на підприємстві. З іншого – його відсутність та неефективність є важливою доміантною кризи. Згідно з результатами досліджень, проведених в Німеччині, близько 80 відсотків арбітражних керуючих віднесли відсутність на підприємствах дієздатного контролінгу до числа ключових факторів фінансової кризи [6, с.164-166]. Це пояснюється не лише роллю контролінгу у забезпечення ефективного антикризового менеджменту, а й цілим рядом конкретних специфічних завдань, виконання яких є необхідною умовою реалізації антикризової стратегії.

Аналіз науково-практичних джерел з питань антикризового управління та контролінгу, а також власні оцінки автора дисертації дозволяють сформулювати такі пріоритети концепції антикризового фінансового контролінгу:

- постановка та підтримка дієздатності системи раннього попередження та реагування, у тому числі антикризова фінансова діагностика підприємства;
- методична підтримка і координація стратегічного та оперативного планування антикризових заходів;
- оцінка, моніторинг та контроль реалізації окремих санаційних заходів та антикризової концепції в цілому;
- оцінка причин відхилень показників антикризового плану як щодо ключових показників, так і в часі;
- зниження інформаційних ризиків на основі фінансової комунікації з капіталодацями та іншими стейкхолдерами.

Пропонована концепція відрізняється від раніше існуючих перш за все акцентами на методичну та консультативну підтримку антикризових рішень, моніторинг та контроль, а також зниження інформаційних ризиків учасників фінансових відносин. Можна стверджувати, що дієва система антикризового фінансового контролінгу є імперативом антикризового фінансового менеджменту, необхідною умовою досягнення його цілей та завдань. В теорії і практиці досить часто виникає питання, чи є фінансовий контролінг, відповідно, антикризовий фінансовий контролінг окремою системою, чи він є складовою іншої системи, тобто є підсистемою. У цьому контексті позиція дисертанта є наступною. У відношенні до системи антикризового фінансового управління антикризовий фінансовий контролінг можна розглядати як підсистему цієї системи, яка відповідає за координацію, методичне, інформаційні потоки та інструментальне забезпечення прийняття рішень. Водночас, антикризовий фінансовий контролінг є самостійною системою, оскільки є сукупністю взаємопов'язаних елементів, що пов'язані спільними функціями та діють як єдине ціле відповідно до визначеної мети. Враховуючи вищевикладене, антикризовий фінансовий контролінг на підприємстві можна визначити як систему функціональної та інструментальної підтримки антикризових фінансових рішень на основі їх координації, методичного, консультативного та інформаційне забезпечення, а також моніторингу та контролю. У цьому розумінні антикризовий контролінг має ряд своїх підсистем. В таблиці 1.6. наведено основні складові пропонованої автором дисертації системи антикризового фінансового контролінгу.

Як окремі компоненти, пропонована система антикризового фінансового контролінгу включає в себе підсистеми раннього попередження та реагування на фінансову кризу, антикризового планування, моніторингу та контролю, антикризової фінансової комунікації. Функціональне та інструментальне наповнення системи антикризового контролінгу має залежати від завдань та особливостей антикризового менеджменту на конкретному підприємстві.

Таблиця 1.6.

Компоненти системи антикризового фінансового контролінгу

Система антикризового фінансового контролінгу			
Підсистеми	Характеристики підсистем		
	Функції	Завдання	Інструменти/ методи
Раннього попередження та реагування	Аналітична, діагностична	Впровадження (підвищення ефективності функціонування) системи ризик-менеджменту, своєчасне виявлення кризових процесів на підприємстві	Контролінг ризиків, моделі оцінки кредитних ризиків, інтегральні моделі прогнозування банкрутства, оперативний план ліквідності
Антикризового планування	Координаційна, консультативно-методична	Методичне забезпечення інтегрованого антикризового планування, розробка антикризової концепції, формулювання стратегічних цілей антикризового управління та плану санації	Ковзне прогнозування, система збалансованих показників; SWOT-аналіз; система антикризових планів; інструменти біхевіористичного контролінгу (система мотивації та вимірювання результативності)
Моніторингу та контролю	Нагляду та контролю, консультативна, інформаційна	Контроль виконання планових показників, Експертна та інформаційна підтримка управлінських рішень щодо реалізації окремих антикризових заходів (модулів)	Аналіз відхилень; моніторинг ключових показників результативності (KPI); моніторинг вартості; вартісно-орієнтована діагностика
Антикризової комунікації	Інформаційне забезпечення	Зниження інформаційних ризиків капіталодавців; інформування зовнішніх користувачів щодо сильних сторін та переваг підприємства; покращення іміджу та підвищення довіри до компанії	Моніторинг інформації, інвестор релейшнз, регулярна звітність про хід виконання плану санації, антикризові роуд-шоу, економічні брифінги для преси

Закладені в антикризовій концепції ідеї та механізми конкретизуються в стратегії та плані антикризових заходів (плані санації). Реалізується ж антикризова концепція за підтримки функціонального та інструментального апарату антикризового фінансового контролінгу. Спектр типових антикризових інструментів у розрізі окремих підсистем антикризового контролінгу включає:

- підсистема раннього попередження та реагування: контролінг ризиків, моделі їх ідентифікації та оцінки ризиків, інтегральні моделі прогнозування банкрутства, оперативний план ліквідності;

- підсистема антикризового планування: ковзне прогнозування, система збалансованих показників, SWOT-аналіз; система антикризових планів;

- підсистема моніторингу та контролю: аналіз відхилень, моніторинг моніторинг ключових показників діяльності, інструменти біхевіористичного контролінгу;

- підсистема антикризової фінансової комунікації: моніторинг інформації, інвестор рілейшнз, регулярна звітність про хід виконання плану санації, антикризове-роуд-шоу, брифінги для преси.

В таблиці 1.5. наведено також функції антикризового фінансового контролінгу, які забезпечуються окремими підсистемами: аналітична, діагностична, координаційна, консультативно-методична, нагляду та контролю, інформаційного забезпечення прийняття антикризових рішень. У рамках реалізації зазначених функцій, система антикризового фінансового контролінгу в цілому та окремі його підсистеми зокрема мають забезпечувати вирішення таких завдань:

- впровадження (або підвищення ефективності функціонування) системи ризик-менеджменту з тим, щоб прискорити виявлення кризових явищ та забезпечити прийняття адекватних заходів для їх подолання;
- методична та консультатійна підтримка менеджменту при розробці ефективної антикризової концепції підприємства, формулюванні стратегічних цілей антикризового управління та розробці плану санації;

- експертна та інформаційна підтримка антикризового менеджменту у процесі реалізації окремих антикризових заходів;
- моніторинг та контроль реалізації антикризового плану та своєчасне виявлення відхилень, додаткових ризиків та шансів з відповідною корекцією планів і діяльності;
- забезпечення ефективної антикризової фінансової комунікації з метою зменшення інформаційних ризиків різних груп учасників фінансових відносин з підприємством.

Пропонована система антикризового фінансового контролінгу включає ряд інструментів контролінгу, які забезпечують дієздатність окремих підсистем контролінгу і тісно пов'язані зі специфікою антикризового фінансового менеджменту. Рекомендовані автором інструменти антикризового фінансового контролінгу у розрізі окремих фаз та видів фінансової кризи наведено на рисунку 1.3.

Види кризи	Фази кризи	Рекомендації щодо інструментарію фінансового контролінгу	
Криза в стратегічній сфері	Потенційна криза	<ul style="list-style-type: none"> - аналіз сценаріїв, рейтингові оцінки; - нейтралізація потенціалу кризи на основі інструментарію контролінгу ризиків; - антикризова комунікація 	Планування, аналіз та контроль поточної діяльності
	Латентна (призована) криза	<ul style="list-style-type: none"> - інструментарій ранньої діагностики кризи; - інтегральні методи фінансової діагностики; - оцінювання ризику дефолту 	
Криза фінансових результатів	Контрольована криза	<ul style="list-style-type: none"> - методична та консультативна підтримка розробки планів з реструктуризації підприємства; - планування антикризових модулів; - моніторинг та контроль за реалізацією антикризових заходів; - планування та контроль ліквідності 	
Криза ліквідності	Неконтрольована гостра криза	<ul style="list-style-type: none"> - моніторинг та антикризова комунікація; - план ліквідації та контроль за його реалізацією; - контролінг кредиторської та дебіторської заборгованості; - технології реалізації судових процедур у рамках законодавства про банкрутство. 	

Рис. 1.3 Інструменти фінансового контролінгу у розрізі фаз та видів кризи

Обґрунтуємо складові системи антикризового фінансового контролінгу більш детально. Фундаментом зазначеної системи можна вважати підсистему раннього попередження та реагування (ПРПР). Ця підсистема характеризує комплекс інструментів контролінгу, які спрямовані на своєчасне виявлення потенційних чи наявних загроз (зовнішнього чи внутрішнього характеру) для діяльності підприємства, завдяки чому менеджмент підприємства може приймати превентивні рішення щодо нейтралізації ризиків. Оперуючи інструментами контролінгу ризиків, фінансової діагностики та прогнозування ліквідності підсистема має забезпечити своєчасне виявлення симптомів та причин прихованої кризи у той час, коли на підприємстві не спостерігається видимих проблем із результативністю та ліквідністю. ПРПР спрямована не лише на діагностику кризи, а на виявлення каузальних зв'язків між змінними, що провокують кризу.

Формою прояву антикризового фінансового контролінгу на підприємстві у „докризовій” стадії та інструментом підсистеми раннього попередження та реагування є контролінг ризиків. Як свідчить практика, фінансова криза та невдалі антикризові заходи досить часто є наслідком неузгоджених та нескоординованих рішень, які, до того ж можуть спровокувати конфлікти інтересів на підприємстві і, тим самим, ще більше загострити кризову ситуацію. Така ситуація зумовлена недієздатністю контролінгу ризиків та відсутністю підсистеми раннього попередження і реагування, як складових системи антикризового фінансового контролінгу. Першочерговим його завданням є надання релевантної інформації для ефективного управління ризиками та забезпечення звітності щодо ризиків як складової підсистеми внутрішнього репортингу [51, с. 29-30]. Контролінг ризиків, з одного боку, є складовою загальної системи фінансового контролінгу на підприємстві, а з іншого – здійснює функціональну підтримку ризик-менеджменту. Зміст контролінгу ризиків полягає в систематичній ідентифікації, оцінці та виробленні рекомендацій щодо нейтралізації ризиків, а також у складанні звітності з управління ризиками [29, с.112].

Як справедливо відзначає П. Хорват, між ризик-менеджментом та контролінгом існує тісний взаємозв'язок: контролінг має використати увесь арсенал своїх інструментів для підтримки керівництва у побудові та використанні індивідуальної системи ризик менеджменту, яка ураховувала специфіку діяльності підприємства [10, с.747]. На наш погляд, слушною є теза про те, що контролінг-ризиків слід розглядати у комплексі із превентивним управлінням кризами, яке полягає у постійному моніторингу та своєчасному реагуванні на «слабкі сигнали» виникнення загрози, спрямоване на запобігти неплатоспроможності та банкрутству підприємства, оскільки сприяє формуванню резерву часу для підготовки відповідних контрзаходів залежно від сили та змісту сигналів [26, с.34-42].

Досліджуючи питання контролінгу ризиків (ризик-контролінгу) на прикладі проектів державного приватного партнерства, Бабяк Н.Д. інтерпретує контролінг ризиків як комплексну систему методичного, аналітичного, інформаційного забезпечення прийняття ефективних управлінських рішень... в умовах підвищених ризиків та економічної нестабільності, яка спрямована на своєчасне виявлення і нейтралізацію зовнішніх і внутрішніх ризиків та загроз, що перешкоджають досягненню цілей ефективного розвитку ... бізнесу. Зазначений автор наголошує, що з позицій системного підходу в менеджменті ризик – контролінг слід розглядати як невід'ємний елемент стратегічного управління [49]. Як зауваження до зазначеного визначення можна навести аргумент, що контролінг ризиків має функціонувати не лише «в умовах підвищених ризиків», а загалом, при здійсненні фінансово-господарської діяльності в умовах невизначеності. Контролінг ризиків слід розглядати як з'єднуючу ланку між системами ризик-менеджменту та контролінгу. Важливим завданням контролінгу ризиків при цьому є побудова та забезпечення функціонування інтегрованої системи ризик-менеджменту. Враховуючи проведені дослідження різних підходів до визначення контролінгу ризиків, на наш погляд його можна інтерпретувати як сукупність інструментів, які спрямовані на функціональну та методичну підтримку управління ризиками,

координацію системи ризик-менеджменту, а також забезпечення внутрішньої звітності щодо виявлення, оцінки, контролю та нейтралізації ризиків.

Ключовим інструментом підсистеми раннього попередження та реагування є фінансова діагностика підприємства. Недивлячись на численні дослідження фінансової діагностики, це питання до цього часу не знайшло свого повного вирішення. На сьогоднішній день відсутній адекватний інструментарій своєчасної діагностики фінансової кризи на вітчизняних підприємствах. Саме тому, на цей інструмент антикризового фінансового контролінгу слід звернути особливу увагу. Термін “діагностика” (від грецького *diagnostikos* - здатний розпізнавати) характеризує вчення про методи і принципи розпізнавання проблемних ситуацій у різних сферах (хвороб у медицині, поломок у пристроях, проблем у діяльності підприємств). Таким чином, поняттям «діагностика» позначають процедуру розпізнавання стану об'єкта на основі аналізу його параметрів та ознак з метою формування висновку про стан об'єкта. Аналіз вітчизняних науково-практичних джерел з питань фінансової діагностики підприємств засвідчує, що більшість наукових дискусій ведеться навколо дефініції фінансової діагностики та її функцій. Так, наприклад, А.І. Муравйов трактує діагностику як спосіб встановлення характеру збоїв нормального перебігу господарського процесу на підставі типових ознак, властивих тільки цьому об'єкту [52, с.135]. Тобто автор акцентує увагу лише на аналізі і контролі відхилень від нормального перебігу господарської діяльності підприємства. Але це не розкриває повністю зміст діагностики, її потенційні можливості як сучасного управлінського інструменту.

Окремі автори ототожнюють діагностику з аналізом (економічним або фінансовим), не виділяючи особливих функцій і задач діагностики як окремої складової антикризового управління. Стефаненко М.М. вказує на те, що з метою збереження орієнтації системи управління на досягнення генеральних цілей контролінгу обов'язковим стає проведення діагностики та ретельного аналізу основних взаємозв'язків, що існують в системі управління [13, с.145]. Як проблематику управління, що є причиною «неблагополучного фінансового

стану та інших негативних показників діяльності» розглядають діагностику кризи підприємства Боронос В. Г. та Плікус В.Г. [30, с.107]. Костирко Л.А. у власній монографії зазначає: “На сучасному етапі сформувалось чотири напрямки концепції діагностики: аналітична, інформаційна, антикризова, консультаційно-дорадча” [53, с.137]. Хоча надалі розглядає ще два різновиди діагностики – дослідницьку та управлінську [53]. Темнікова Н.В. та Костирко Р.О. у своїй спільній монографії під діагностикою фінансової спроможності підприємства розуміють інструмент розробки фінансової політики, що передбачає вибір і використання діагностичних процедур з метою своєчасного виявлення симптомів, чинників і причин зниження рівня фінансової спроможності та формування інформації для розробки заходів щодо її підвищення [54, с. 67]. Зрозуміло, що фінансову безпеку визначають саме фінансові аспекти функціонування та розвитку підприємства. Отже, рівень фінансової безпеки доцільно визначати за допомогою методик фінансової діагностики підприємств [5, с.116]. Досить влучною у цьому контексті є теза Білик М.Д., що система фінансової безпеки підприємства має забезпечувати його рівноважний та стійкий фінансовий стан, сприяти ефективній діяльності суб’єкта підприємництва, діагностувати на ранніх стадіях проблемні місця в діяльності підприємства, нейтралізувати кризи та запобігати банкрутству [31, с.55].

На наш погляд, науково-практична проблема полягає в тому, щоб з’ясувати, чи є фінансова діагностика більш ширшим поняттям, ніж фінансовий аналіз. Іншими словами, чи фінансова діагностика включає в себе окрім фінансового аналізу додатковий аналітичний інструментарій. Так, Г.О. Швиданенко та О.І. Олексюк, розглядаючи фінансову діагностику, акцентують увагу на фінансово-економічному аналізі діяльності підприємства. Автори вважають, що система діагностики базується на використанні алгоритмів, технологій, методів і показників економічного аналізу, тобто “економічна діагностика” та “економічний аналіз” є тотожними поняттями [55, с.145]. У низці робіт діагностику фінансового стану розглядають як частину оцінки кризових ситуацій на підприємстві або етап антикризового менеджменту поряд

з маркетингом, антикризовим прогнозуванням та плануванням, прийняттям та організацією виконання антикризових процедур, контролем їх виконання та мотивацією і регулюванням виконання рішень. Н.В. Родіонова рекомендує проводити діагностику стану підприємства у двох ракурсах:

– фінансове та техніко-економічне діагностування з економічного погляду, що передбачає періодичне дослідження відповідних аспектів стану підприємства з метою уточнення тенденцій розвитку всіх видів діяльності, положення в траєкторії життєвого циклу і потім прийняття економічно і соціально обґрунтованих рішень для корегування;

– організаційне діагностування як система методів, прийомів і методик виконання досліджень для визначення цілей функціонування суб'єкта господарювання, способу їх досягнення, виявлення проблем і вибору варіанта їх вирішення [56, с.120].

Враховуючи вище окреслені аргументації, вважаємо, що фінансову діагностику підприємства слід інтерпретувати як інструмент антикризового фінансового контролінгу, який на основі кількісних та якісних методів аналізу фінансово-економічної інформації внутрішнього та зовнішнього характеру дозволяє забезпечити своєчасне виявлення фінансової кризи та реагування на неї. Фінансовий аналіз ми розглядаємо як складову фінансової діагностики, оскільки остання має включати в себе поряд з аналізом кількісних фінансових показників, також і оцінку якісних параметрів діяльності. У рамках фінансової діагностики аналізу мають підлягати не лише дані минулих звітних періодів, а й прогнозні оцінки. Як справедливо зазначає Азаренкова Г. М. та інші, необхідною умовою стійкого, стабільного та ефективного функціонування підприємства є постійне проведення експрес оцінки рівня його фінансової безпеки за допомогою графічного підходу і рейтингового методу та виявлення проблем [57, с. 168-176].

У більшості вітчизняних наукових праць описуються найпростіші методи діагностики, що свідчить про досить поверхневий характер наукових досліджень у сфері діагностики підприємств. Водночас на практиці оцінка ймовірності фінансової неспроможності підприємств пов'язана з численними

складнощами. Для забезпечення дієздатності системи доцільно імплементувати на підприємстві моделі прогнозування дефолту, які б ураховували галузеву специфіку. Однак, для розробки таких моделей необхідна значна база даних та професійне володіння специфічним набором економетричних методів. У разі неможливості розрахунку індивідуальної для конкретного підприємства ймовірності дефолту, окремі автори, як альтернативу, рекомендують використовувати інформацію про усереднені рейтинги підприємств, що відносяться до тієї чи іншої галузі (галузева ймовірність дефолту) [58, с.376]. З нашої точки зору такі рекомендації є досить спірними, оскільки ситуація в галузі є лише одним із багатьох чинників, які можуть спровокувати дефолт підприємства. Основні ж чинники фінансової неспроможності мають внутрішню природу. Саме тому, потрібно підбирати комплекс методів, які б дозволили розраховувати індивідуальну ймовірність фінансової неспроможності. Служби контролінгу мають обґрунтувати адекватні, емпірично обґрунтовані інструменти оцінки дефолту. На наш погляд, для цих цілей виправданим є використання:

- моделей оцінки кредитних ризиків, які рекомендуються до використання у банківській системі Національним банком України (відповідно до «Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями», затвердженого Постановою Правління НБУ від 25.01.2012 № 23);

- моделей розрахунку інтегрального показника фінансового стану, які передбачені «Порядком проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій» (затверджено Наказом Міністерства фінансів України №869 від 20.07.2012)

- методик внутрішнього рейтингування, які розроблені для оцінки кредитних ризиків окремими комерційними банками чи дослідними центрами.

Використання рейтингового підходу для оцінки ймовірності дефолту у рамках системи раннього попередження та реагування узгоджується з передовим трендом у розвитку ризик-менеджменту, згідно з чим рейтинг є

найбільш адекватним критерієм оцінки загрози банкрутства. На сьогоднішній день і в перспективі рейтинг стає найважливішим інструментом управління кредитними ризиками. Відповідно до положень Базель II та Директиви 2006/48/ЄС “Про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ” запровадження рейтингової системи оцінювання позичальників є пріоритетним завданням у процесі удосконалення оцінки кредитних ризиків банками. Водночас, окремі автори (на наш погляд, помилково) відносять до числа важливих каталізаторів кризи як у фінансовому, так і у реальному секторах економіки імплементацію у банківській сфері положень Базель II, які містять досить рестриктивні обмеження щодо кредитних операцій банків [59, с.689]. Мова йде, зокрема, про посилення вимог до кредитоспроможності позичальників на основі запровадження зовнішнього та внутрішнього рейтингування. Вважаємо, що такого роду твердження є досить спірними, оскільки основне завдання новацій Базель II полягає у зменшенні рівня кредитних ризиків та кількості проблемних кредитів, що є основною причиною кризи у банківській сфері. Без таких новацій банківська криза стала б глобальною, що у свою чергу, ще більше б ускладнило ситуацію з фінансуванням підприємств реального сектору.

У даний час як в теорії, так і на практиці відсутні адекватні розробки щодо урахування ризику дефолту у процесі планування та прийнятті фінансово-господарських рішень. Зазначені ризики оцінюються лише банками у процесі визначення кредитних ризиків та встановлення процентних ставок за кредитами. На наш погляд, у концепції антикризового фінансового контролінгу питанню урахування ризиків фінансової неспроможності підприємства у процесі стратегічного та оперативного планування має бути відведене належне місце. Це питання буде більш детально досліджено у другому розділі дисертації.

Важливим інструментом системи раннього попередження та реагування є оперативний план ліквідності. У вітчизняних наукових джерелах план ліквідності позначається також як платіжний календар. У цьому плановому документі слід відобразити всі очікувані грошові надходження та видатки у

плановому горизонті. За висновками експертів, оптимальний часовий горизонт плану ліквідності складає від трьох до шести місяців [24, с.369]. В українській практиці платіжний календар складається, як правило, на квартал з розбивкою за місяцями або на місяць з розбивкою за декадами. Платіжний календар дозволяє фінансовому менеджменту:

- узгоджувати грошові надходження та витрачання коштів;
- здійснювати аналіз платежів у розрізі джерел надходжень та напрямків використання;
- визначати потребу в фінансових ресурсах, яку слід покривати за рахунок кредитів чи коштів інвесторів;
- визначати тимчасово вільні кошти та приймати рішення щодо їх раціонального використання [18, с.435].

План ліквідності слід постійно актуалізувати. З нашої точки зору, він має мати ковзний характер і слугувати основою для складання річного фінансового плану (плану cash-flow) у розрізі окремих місяців. Завдяки аналізу відхилень щодо виконання плану ліквідності та фінансовому плану фінансові служби можуть приймати оперативні рішення з метою швидкого реагування на ризики, які загрожують підприємству. Вважаємо, що адекватною для вітчизняних умов модифікацією плану ліквідності є прогноз показника покриття боргу. Показник характеризує здатність підприємства обслуговувати залучені позики у майбутньому, тобто характеризує прогнозний рівень платоспроможності. Для розрахунку прогнозних значень коефіцієнта покриття боргу необхідно розробити прогнози руху грошових коштів підприємства.

Підсистема раннього попередження та реагування має оперувати інтегральним індикатором якості фінансового стану підприємства, а також окремими індикаторами, які характеризували б стан окремих параметрів та сегментів підприємства. Серед інтегральних індикаторів фінансового стану, які мають бути покладені в основу антикризового стратегічного планування (як стратегічні цільові орієнтири), а також підлягають прогнозуванню та моніторингу у разі реалізації завдань антикризового контролінгу можна розглядати:

- рейтингову оцінку підприємства, що визначається показником ймовірності дефолту (фінансової неспроможності);
- показник внутрішньої (фундаментальної) вартості підприємства та тенденції його зміни, що розраховується з використанням адекватних методів оцінки;
- вартісно-орієнтовані показники, що характеризують факт приросту чи поглинання вартості за результатами діяльності підприємства.

Кожен із окреслених індикаторів має свої сильні та слабкі сторони, про що буде йтися у процесі емпіричного аналізу, що наводиться у наступному розділі дисертації. У подальшому буде здійснена спроба обґрунтувати комплексний індикатор фінансового стану, що генерується за результатами системної антикризової діагностики. Підсистема раннього попередження та реагування має бути тісно інтегрована у процес планування з тим, щоб своєчасно запланувати заходи з нейтралізації слабких місць та використання додаткових можливостей (шансів).

Наступним елементом системи антикризового фінансового контролінгу є підсистема антикризового планування, яка оперує інструментами ковзного прогнозування, розробки сценаріїв, збалансованих показників тощо. У ситуації фінансової кризи антикризовий контролінг спрямований на методичне та консультативне забезпечення планування санації, а також на моніторинг та контроль у процесі реалізації плану. Аксиомою є те, що без упровадження елементів контролінгу фінансове управління й антикризове управління зокрема приречені на невдачу [3, с. 8-83]. Так, уже на попередній стадії стратегічної кризи, контролер зобов'язаний провести аналіз різних сценаріїв розвитку підприємства та перевірити фінансово-господарські процеси підприємства на предмет їх стійкості щодо проявів фінансової кризи. Окрім цього слід провести критичний аналіз припущень, методів та показників на яких базується стратегічне та оперативне планування підприємства. Емпіричні дослідження засвідчують, що керівництво більшості підприємств віддає перевагу оптимістичним сценаріям розвитку, що проявляється в досить оптимістичних планових показниках. Настання ж кризової ситуації розглядається як виключення з дуже низькою ймовірністю. У цьому контексті, на наш погляд,

непересічне значення мають інструменти біхевіористичного контролінгу, що спрямовані на урахування у процесі прийняття фінансового-економічних рішень психологічних факторів. Антикризовий контролінг має сприяти подоланню так званого когнітивного дисонансу (від англ.: *cognitive* — "пізнавальний" та *dissonance* — "відсутність гармонії"). У разі фінансової кризи ключовим чинником, який ускладнює фінансування антикризових заходів, є саме психологічний фактор. Під його впливом, досить часто приймаються нерациональні рішення, у тому числі відхиляються перспективні антикризові проекти та інноваційні способи вирішення проблематики кризи або ж навпаки, на хвилі самовпевненості акцептуються надто оптимістичні прогнози та проекти.

У разі кризи фінансовий контролінг має вжити невідкладних заходів щодо планування та впровадження конкретних антикризових заходів, зокрема з реструктуризації підприємства в цілому чи окремих його ділянок. У рамках контролінгу проектів слід обґрунтувати окремі антикризові модулі. Для підвищення якості стратегічного антикризового планування, на наш погляд доцільно імплементувати такі класичні інструменти стратегічного контролінгу, як стратегічний аналіз (аналіз ринків, зовнішнього середовища, сильних та слабких сторін підприємства), визначення та планування стратегічних факторів успіху, система збалансованих показників. Особливістю інструменту збалансованих показників на підприємствах, що знаходяться в кризі є те, що завдяки йому має бути забезпечена інтеграція підсистем раннього попередження та реагування на фінансову кризу і антикризового планування.

На стадії реалізації антикризових планів, домінуючою підсистемою антикризового контролінгу стає моніторинг ключових індикаторів результативності діяльності та контроль за реалізацією антикризових заходів (плану санації). Загалом, процедура санації підприємства, якщо вона здійснюється у процесі провадження у справі про банкрутство контролюється рядом інституцій, які уповноважені господарським судом. У разі реалізації плану санації у процесі провадження справи про банкрутство, функцію управління та контролю за реалізацією плану санації виконує керуючий

санацією підприємства. Арбітражний керуючий, що виконує функції керуючого санацією здійснює контроль за підприємством в інтересах та за дорученням кредиторів і господарського суду. Законодавство визначає ще один рівень контролю, який здійснюють кредитори. Контролінг за виконання функції контролю має тісно співпрацювати з керуючим санацією, представниками кредиторів тощо. У процесі відновлення платоспроможності підприємства кредитори, як правило, займають позицію активних опонентів боржника. Це відображає їхню особисту зацікавленість у поверненні боргів [33, с. 86]. У цьому криється перманентний (принципал-агент) конфлікт, який досить часто є перешкодою на шляху прийняття якісних антикризових рішень. У разі здійснення санації у рамках профілактичних заходів, з ініціативи власників та менеджменту підприємства, контроль за антикризовим процесом забезпечується службами внутрішнього аудиту та контролінгу. Якщо ж до процесу санації залучені кредитори, то вони також можуть брати активну участь у контролі. Це, до певної межі зменшує потенціал принципал-агент конфлікту.

У науково-практичних джерелах приділяється значна увага фінансовій діагностиці як важливій складовій системи антикризового фінансового контролінгу. Водночас, питання фінансового моніторингу на підприємстві досліджені недостатнім чином. Між тим організація постійного моніторингу процесу проведення санації на підприємстві є важливим елементом контролю. Більшість наукових праць з моніторингу фінансового стану та діяльності підприємств присвячені дослідженню місця моніторингу у системі управління чи контролінгу або ж його розгляду як інструменту контролю за підприємством з боку наглядових органів. Питання ж теоретико-методичного та прикладного забезпечення моніторингу, зокрема, питання ключових показників, які мають підлягати моніторингу, організації моніторингу та звітності за його результатами залишаються недостатньо дослідженими. Зазначений висновок стосується також і моніторингу фінансового стану та діяльності, що має здійснюватися у процесі реалізації заходів із фінансового оздоровлення підприємства. Загалом, під моніторингом слід розуміти комплекс аналітичних процедур щодо однотипного

аналізу досліджуваного об'єкта, оцінки та порівняння отриманих результатів для виявлення певних закономірностей та тенденцій. Як важлива складова антикризового фінансового контролінгу, антикризовий фінансовий моніторинг характеризує систему перманентного спостереження, аналізу, оцінки та контролю ключових показників з метою виявлення слабких місць у діяльності підприємства та з'ясування тенденцій зміни фінансового стану підприємства у режимі реального часу. Існує точка зору, що моніторинг фінансово-господарської діяльності підприємства є більш розробленою ланкою системи фінансового моніторингу і для нього не потрібне специфічне методичне забезпечення. На думку окремих авторів, для цих цілей достатнім є традиційне бюджетування та контроль за виконанням планових показників. При цьому наголошується, що моніторинг фінансового стану як спеціально організоване, систематичне і безперервне спостереження за ключовими фінансовими показниками підприємства має здійснюватися з урахуванням ряду вимог, серед яких: забезпечення комплексності моніторингу фінансового стану; спрямованість на виявлення причин, а не лише констатацію змін ключового показника, який підлягає моніторингу; виявлення ступеню реакції цільового показника фінансового стану на зміни факторів впливу; наявність причинно-наслідкових зв'язків між фінансовими параметрами мають відповідати принципам об'єктивності та логічності [60, с.66-68].

На наш погляд, антикризовий фінансовий моніторинг діяльності підприємства слід проводити у комплексі із моніторингом виконання плану санації. Постійний моніторинг дозволяє своєчасно виявити відхилення у процесі санації і знайти їх причини. І потім зосередити зусилля на тому, щоб компенсувати відставання або здійснити коригування плану заходів з відновлення платоспроможності підприємства і плану-графіка погашення вимог кредиторів [33, с.89-90].

Інноваційною підсистемою антикризового фінансового контролінгу є антикризова фінансова комунікація з цільової групою учасників фінансових відносин, що мають місце на підприємстві. Під антикризовою фінансовою комунікацією (надалі «антикризова комунікація») слід розуміти систематичну

комунікацію підприємства з учасниками фінансових відносин (шехолдерами та стейкхолдерами) в період кризової ситуації з метою зменшення інформаційної асиметрії та інформаційних ризиків цільових груп інтересів. Як наголошують А. І. Крисоватий, В. М. Федосов та Н. С. Рязанова, інформаційна функція об'єктивно притаманна корпоративним фінансам. Саме вона формує уявлення про фінансові відносини підприємств, їх мету, учасників, форми прояву, структуру та характерні риси. Саме інформація про процеси формування капіталу, його розподіл і використання, включаючи відомості про вартість капіталу, його фізичну форму, економічних агентів та багато іншого, є важливим наповненням фінансових відносин [61, с.17-18]. Можна стверджувати, що антикризовий фінансовий контролінг у рамках підсистеми антикризової комунікації забезпечує виконання інформаційної функції корпоративних фінансів на підприємствах, що знаходяться в кризі. Використовуючи інструментарій антикризової комунікації контролінг має своєчасно забезпечити відповідні групи інтересів інформацією щодо причин кризи, її розвитку та перспектив подолання. Окрім цього, з метою подолання психологічного бар'єру щодо участі окремих груп у фінансовій санації необхідно надавати своєчасну та правдиву інформації про поточний стан ключових показників діяльності та проміжні результати виконання плану санації. Завдяки цьому зменшуються інформаційні ризики, а отже і витрати на залучення капіталу та готовність його надавати з боку потенційних капіталодавців.

Принциповим є питання щодо джерел інформації, з яких учасники фінансових відносин дізнаються про фінансову кризу підприємства. Це може бути офіційна інформація підприємства або ж інсайдерська інформації. Загалом, учасники фінансових відносин при прийнятті рішень щодо участі у фінансуванні антикризових заходів орієнтуються на такі ключові джерела інформації про підприємство: показники офіційної звітності фінансової звітності; інформація, що міститься у презентації плану санації; інформація щодо підприємства, що наводиться у засобах масової інформації, перш за все у

мережі інтернет; інсайдерська інформація: не оприлюднена інформація про підприємства, інформація внутрішнього (управлінського) обліку.

На наш погляд, у разі, якщо джерелом інформації щодо фінансової кризи є інсайдер, то наслідки її поширення будуть більш негативними з точки зору відтоку капіталів та стейкхолдерів, ніж у випадку офіційного тлумачення причин та наслідків кризи самим підприємством. Кожен випадок фінансової кризи потребує індивідуальної стратегії фінансової комунікації. У будь-якому випадку, неякісна фінансова комунікація або є її відсутність можуть призвести до фатальних наслідків. За результатами антикризової комунікації мають бути досягнуті такі ключові цілі:

1. Подолання психологічних бар'єрів щодо участі різних груп інтересів у санації підприємства.
2. Збереження довіри до підприємства з боку споживачів готової продукції та постачальників факторів виробництва.
3. Зниження витрат на капітал, який залучається підприємством для фінансування антикризових заходів.
4. Забезпечення антикризового менеджменту релевантною інформацією щодо тенденцій розвитку фінансових відносин з цільовими групами інтересів.

З теоретичної точки зору, у процесі антикризової комунікації мають бути подоланий розрив між так званою вторинною та первинною інформацією, який і зумовлює додаткові ризики. З теоретичної точки зору, фінансові відносини підприємств несуть у собі всю необхідну інформацію (вона є первинною), але та інформація, що фіксується й далі використовується (вторинна), характеризуючи первинну, наближається до неї, проте не тотожна їй. Повніша вторинна інформація дає більші вигоди користувачам та допомагає їм приймати обґрунтовані, ефективні (у тому числі антикризові) економічні рішення [61, с. 19].

Важливим завданням антикризової комунікації є взяття під контроль внутрішніх та зовнішніх інформаційних впливів на підприємство. В ідеальному варіанті слід досягти того, щоб антикризовий менеджмент міг сам вирішувати, коли, яку інформацію і в якому обсязі слід оприлюднювати. З іншого боку,

відсутність належної антикризової комунікації створює інформаційний вакуум, що призводить до появи різного роду чуток і домислів негативного для підприємства змісту. Як наслідок – загострення недовіри до підприємства з боку цільових груп інтересів та отримання іміджевих та послідуочих фінансових збитків. Необхідність включення підсистеми антикризової фінансової комунікації у систему антикризового фінансового контролінгу, на наш погляд, зумовлена такими чинниками:

- загроза іміджевих витрат через дефіцит інформації щодо реального стану підприємства та його перспектив;

- загострення проблеми дефіциту фінансування підприємства, що знаходяться в кризі та відтоком капіталодавців;

- посилення ролі інформаційного чинника у прийнятті антикризових фінансових рішень, у тому числі для забезпечення інформаційної функції корпоративних фінансів;

- розвиток інформаційних технологій, які дають змогу організувати ефективну комунікацію між підприємством, що знаходиться в кризі та цільовими групами учасників фінансових відносин.

У науково-практичних джерелах, до ключових інструментів антикризової фінансової комунікації здебільшого відносять наступні: проведення антикризовим менеджментом антикризового-роуд-шоу, в ході якого проводяться зустрічі з крупними кредиторами, інвестиційними інвесторами, презентується план санації та проміжні результати його виконання [62, с.30-35]. Важливе місце у процесі антикризової комунікації має відводитися індивідуальному інформуванню ключових капіталодавців про хід виконання антикризової програми. При цьому мають бути зняті незрозумілі і проблемні питання, що виникають у кредиторів та потенційних інвесторів. У рамках фінансової комунікації слід забезпечити також ефективний інвестор рілейшнз через оприлюднення на сайті та у спеціалізованих виданнях ключових вартісно-орієнтованих показників та обґрунтованої аналітики і прогнозів щодо можливостей їх покращення. У разі реалізації плану санації, фінансовий контролінг має надавати кредиторам та інвесторам регулярну інформацію щодо

ходу виконання плану, додаткових ризиків та шансів, що супроводжують антикризовий процес. А разі відхилення від планових показників, слід надавати обґрунтовані пояснення їх причин та наслідків. Таким чином антикризова фінансова комунікація є повноправною складовою системи антикризового фінансового контролінгу. Обґрунтована у підрозділі інноваційна система антикризового фінансового контролінгу та її складові сприятимуть підвищенню ефективності антикризових рішень. У подальших розділах дисертації, будуть досліджені прагматичні аспекти імплементації окремих підсистем та інструментів антикризового контролінгу.

Висновки до розділу 1.

За результатами проведеного у першому розділі дисертації дослідження можна сформулювати такі висновки і пропозиції:

1. Антикризове фінансове управління з організаційної точки зору має включати такі етапи: фінансова діагностика підприємства (забезпечення аналізу проблематики фінансової кризи на підприємстві, виявлення ключових чинників, що зумовлюють погіршення фінансового стану та діяльності підприємства, виявлення глибини фінансової кризи); антикризове фінансове планування (визначення ключових цільових орієнтирів антикризового управління, обґрунтування характеру антикризових заходів, та інтегрування їх у систему антикризового планування); імплементація планів, моніторинг та контроль ефективності їх реалізації.

2. Перманентна фінансова криза, яка спостерігається останніми роками висуває перед фінансовим контролінгом як інституцією та функцією підвищені вимоги. Ці вимоги полягають у необхідності забезпечення якісних управлінських рішень, зокрема у фінансовій сфері, в умовах невизначеності. Ефективно функціонуючий фінансовий контролінг має завчасно виявляти шанси та додаткові можливості для підприємства, ідентифікувати симптоми та причини кризи з метою своєчасної її нейтралізації. Для успішного виконання

зазначених завдань, на підприємствах має бути розроблена та впроваджена концепція антикризового фінансового контролінгу.

3. Антикризовий фінансовий контролінг можна визначити як сукупність інструментів, що забезпечують інформаційне забезпечення, методичну підтримку, координацію, моніторинг та контроль реалізації антикризових фінансових рішень. Принципова різниця між антикризовим фінансовим управлінням та антикризовим фінансовим контролінгом полягає в тому, що на антикризове управління покладається відповідальність за прийняття фінансових рішень та успішність реалізації антикризової програми. Антикризовий фінансовий контролінг здійснює інструментальну підтримку антикризового фінансового управління. У відношенні антикризового фінансового управління фінансовий контролінг можна розглядати як підсистему системи антикризового управління. Водночас, антикризовий фінансовий контролінг є самостійною системою, оскільки є сукупністю взаємопов'язаних елементів, що пов'язані спільною функцією та діють як єдине ціле відповідно до визначеної мети.

4. Фінансовий контролінг на підприємствах, що знаходяться в кризі характеризується такими особливостями: загострення конфлікту цілей на різних рівнях управління фінансами підприємств потребує координаційної функції контролінгу з метою нейтралізації причин та наслідків конфліктів інтересів; притаманний фінансовій кризі високий рівень невизначеності, операційних та фінансових ризиків вимагає від контролінгу якісного методичного забезпечення діагностування кризи, антикризового планування, оцінки ефективності, контролю та моніторингу антикризових заходів; для зниження високого рівня витрат необхідним є запровадження інноваційних інструментів контролінгу витрат; високий рівень інформаційних ризиків в умовах фінансової кризи має бути знижений через запровадження антикризової фінансової комунікації та моніторингу антикризових заходів; загроза «опортуністичної» поведінки щодо підприємства окремими учасниками фінансових відносин має бути нейтралізована на основі запровадження дієвого контролю реалізації антикризових планів та оперативної звітності.

5. Система антикризового фінансового контролінгу включає в себе такі підсистема: раннього попередження та реагування, антикризового планування, моніторингу та контролю та антикризової комунікації. Зазначені підсистеми виконують аналітичну, діагностичну, координаційну, консультативно-методичну, контрольну та інформаційну функції.

6. Одним із ключових інструментів антикризового фінансового контролінгу та складовою підсистеми раннього попередження та реагування є фінансова діагностика підприємства. Під фінансовою діагностикою підприємства слід розуміти комплекс кількісних та якісних методів аналізу фінансово-економічної інформації внутрішнього та зовнішнього характеру, який дозволяє забезпечити своєчасне виявлення фінансової кризи та реагування на неї. Фінансовий аналіз слід розглядати як складову фінансової діагностики, оскільки остання має включати в себе поряд з аналізом кількісних фінансових показників, також і оцінку якісних параметрів діяльності. У рамках фінансової діагностики аналізу мають підлягати не лише дані минулих звітних періодів, а й прогностичні оцінки.

7. Інноваційною підсистемою антикризового фінансового контролінгу є антикризова фінансова комунікація з цільової групою учасників фінансових відносин, що мають місце на підприємстві. Під антикризовою фінансовою комунікацією слід розуміти систематичну комунікацію підприємства з учасниками фінансових відносин (шехолдерами та стейкхолдерами) в період кризової ситуації з метою зменшення інформаційної асиметрії та інформаційних ризиків цільових груп інтересів. Використовуючи інструментарій антикризової комунікації контролінг має своєчасно забезпечити відповідні групи інтересів інформацією щодо причин кризи, її розвитку та перспектив подолання. Окрім цього, з метою подолання психологічного бар'єру щодо участі окремих груп інтересів у фінансовій санації контролінг має забезпечити їх своєчасною та релевантною інформацією про поточний стан ключових показників діяльності та проміжні результати виконання плану санації.

Основні результати дисертаційного дослідження, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [46, 63, 64, 65].

РОЗДІЛ 2.

ДІАГНОСТИКА ТА РАННЄ ПОПЕРЕДЖЕННЯ КРИЗИ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ІНСТРУМЕНТ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ

2.1. Традиційні методи фінансової діагностики підприємств

Інноваційні підходи до розвитку економіки передбачають імплементацію новітніх інструментів до антикризового фінансового управління підприємствами. Комплекс таких інструментів має бути застосований у процесі фінансової діагностики та раннього попередження банкрутства, що є необхідним для успішного антикризового управління підприємств, що мають фінансові проблеми. Як уже було доведено у першому розділі роботи, важливим елементом антикризового фінансового контролінгу є раннє попередження та реагування на фінансову кризу. З цією метою необхідним є використання адекватного інструментарію антикризової фінансової діагностики. Завданням антикризової фінансової діагностики є своєчасне виявлення загрози фінансової кризи, оцінка її глибини та потенціалу подолання. Причому, результати фінансової діагностики є важливими не стільки для внутрішніх користувачів інформації щодо підприємства, скільки для зовнішніх адресатів (інвесторів, кредиторів, постачальників сировини, споживачів продукції, держави).

Питання фінансової діагностики та моніторингу підприємств досить широко висвітлюється у вітчизняних науково-практичних джерелах. Водночас, воно не втрачає своєї актуальності. На сьогоднішній день відсутній методичний підхід, який повністю б задовольняв потреби практики. Здебільшого, фінансова діагностика здійснюється на основі одно- чи багатофакторного аналізу фінансових показників. У першому випадку здійснюється аналіз окремих показників на предмет їх відповідності нормативним (критичним) значенням або ж з метою простої (однофакторної) класифікації підприємств. У другому випадку здійснюється аналіз багатьох змінних та зведення їх воєдино у вигляді

інтегрального показника. Однак, зазначені підходи ґрунтуються на показниках минулих подій і дозволяють здійснювати моніторинг трендів, що мали місце у минулому. При цьому не враховуються тренди, що очікуються у майбутніх періодах, а також якісні параметри діяльності підприємств. Перш ніж перейти до дослідження методів антикризової фінансової діагностики підприємств, як інструменту раннього попередження фінансової кризи на підприємстві, слід визначитися з питанням предмету діагностики. Іншими словами, який стан підприємства слід вважати загрозливим для його життєдіяльності. Окремі автори (Костирко Р.О., Темнікова Н.В.) проблему забезпечення фінансової спроможності підприємств пов'язують виключно із питаннями платоспроможності: «платоспроможність на конкретну звітно-моментну дату (умова необхідності); платоспроможність протягом усього інтервалу часу звітного періоду, тобто стійка платоспроможність у будь-який момент часу (умова достаності)» [54, с.19]. Такий підхід до трактування фінансової спроможності (неспроможності) не враховує цілий ряд критеріїв. Так, як справедливо зазначають Козаченко Г.В., Пономарьов В.П., Ляшенко О.М., за відсутності прибутку або збитках не можна говорити про дотримання інтересів підприємства та про економічну безпеку підприємства [66 , с.118].

Проведене у першому розділі роботи дослідження дозволяє стверджувати, що особливістю діагностики, яка реалізується у рамках антикризового фінансового контролінгу є те, що вона має бути інтегрована у систему раннього попередження та реагування, а також процеси планування і контролю на підприємствах. Як невід'ємна складова антикризового контролінгу, фінансова діагностика проводиться на різних етапах виникнення і розвитку фінансової кризи на підприємстві:

- на етапі раннього попередження фінансової кризи;
- на стадії можливої досудової санації чи санації до порушення провадження у справі про банкрутство;
- у процесі провадження справи про банкрутство, зокрема у ході реалізації процедури розпорядження майном боржника;
- у процесі розробки плану санації та здійснення санаційного аудиту;

- у ході виявлення ознак фіктивного банкрутства, доведення до банкрутства, приховування стійкої фінансової неспроможності, незаконних дій у разі банкрутства.

Законом України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» передбачено, що для визначення фінансового становища боржника в підготовчому засіданні суду чи під час розгляду справи про банкрутство суддя може призначити експертизу. За дорученням суду експертиза проводиться державним органом з питань банкрутства із залученням для її проведення спеціалістів. У разі ж звернення до суду боржника із заявою про порушення справи про банкрутство у підготовчому засіданні з'ясовуються ознаки його неплатоспроможності. З цією метою також проводиться діагностика фінансового стану підприємства. Окрім цього, державний орган з питань банкрутства установлює порядок проведення аналізу фінансово-господарського стану суб'єктів господарювання щодо наявності ознак фіктивного банкрутства, доведення до банкрутства, приховування стійкої фінансової неспроможності, незаконних дій у разі банкрутства. Зазначений орган організує проведення діагностики фінансового стану у разі порушення проваджень у справах про банкрутство державних підприємств і підприємств, у статутному капіталі яких частка державної власності перевищує п'ятдесят відсотків.

Як справедливо зазначає Островська О.А., використання інноваційних діагностичних продуктів стосовно аналізу виробничо-господарської діяльності та оцінки фінансового стану є передумовою розробки своєчасних управлінських рішень та впровадження превентивних заходів менеджментом підприємств, і, як наслідок, забезпечення економічної та фінансової безпеки суб'єктів підприємництва та держави в цілому [5, с. 120]. Виходячи із зазначеної тези можна зробити висновок, що антикризова фінансова діагностика є необхідною передумовою підтримки фінансово-економічної безпеки підприємств. Завдяки антикризовій діагностиці мають бути завчасно виявлені як зовнішні, так і внутрішні загрози для безпеки підприємства.

В теорії і практиці можна зустріти значну кількість підходів до діагностики фінансового стану та раннього попередження загрози банкрутства. Найбільш поширені із них можна описати таким чином:

- традиційна діагностика – горизонтальний, вертикальний та факторний аналіз окремих показників або їх груп;
- інтегральні та рейтингові системи діагностики – визначення зведеного індикатора, який би сигналізував про загрозу дефолту (фінансової неспроможності) підприємства;
- логічно-дедуктивні системи показників, що передбачають розщеплення ключового показника на окремі його складові та моніторинг факторів, що впливають на значення ключового показника.

Традиційний підхід до діагностики банкрутства (фінансового аналізу) полягає у застосуванні загальновідомих аналітичних прийомів, таких як горизонтальний та вертикальний аналіз, трендовий аналіз, аналіз відносних показників, порівняльний аналіз, факторний аналіз [29, с.54]. На основі факторного аналізу виявляються найбільш значимі чинники, що визначають рівень загрози банкрутства підприємства. На перший погляд, традиційний підхід до фінансової діагностики є досить простий у використанні, не потребує глибоких знань та методичного забезпечення. Даний вид діагностики передбачає розробку системи фінансових показників за визначеними складовими (наприклад, платоспроможності, фінансової стійкості, рентабельності), а також фіксування рекомендованих значень показників з метою віднесення їх до того чи іншого типу фінансової спроможності [54, с.77].

За використання факторного аналізу, різні науковці отримують індивідуальні результати, які свідчать про вплив тих чи інших факторів на ймовірність банкрутства. Так, Нескородєва І.І. та Пустовгар С.А. доводять, що вирішальний вплив на ймовірність банкрутства підприємств справляють наступні групи факторів: показники ефективності використання ресурсів (коефіцієнт оборотності необоротних активів, рентабельність активів, продуктивність праці, фондоддача тощо) – 48,45 % загальної дисперсії; показники мобільності та ліквідності активів – 20,13%; група зовнішніх

чинників (характеризують стан економіки в цілому: індекси промислової продукції, реальних доходів, реального ВВП, реальної зарплати тощо) – 31,42 відсотки [67, с.123-124]. Окреслений підхід визначає ключові (з точки зору авторів) фактори, що впливають на ймовірність банкрутства, однак, не дає відповіді на питання, яким чином слід розраховувати зазначену ймовірність. У цьому полягає ключовий недолік факторного підходу до діагностики.

На думку Бабяк Н.Д., моніторинг ризиків проектів з використанням відібраних індикаторів може бути організований за принципом експертної оцінки стану кожного показника за п'ятьма можливими характеристиками: позитивне (відхилення від індикатора в кращий бік), нормальне (відповідає індикатору), несприятливе (відхилення в гірший бік), тривожне (відхилення значне), загрозове (відхилення критичне). [49, с.95-111]. Зазначений підхід, на думку дисертанта, є досить суб'єктивним, оскільки не передбачає серйозну математично-статистичну обробку кількісної інформації. Серед традиційних вітчизняних методик фінансової діагностики підприємств більшість вітчизняних дослідників виокремлюють Методику поглибленого аналізу фінансово-господарського стану неплатоспроможних підприємств та організацій, затверджено Наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій 27.06.1997р. № 81 та Методику інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, затверджено Наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій 23.02.98р. № 22. Як справедливо зазначає О.А. Островська, свого часу вказані методики були інноваційними діагностичними продуктами, однак, на сьогодні ці нормативно-правові документи втратили свою актуальність у зв'язку із розвитком ринкових відносин, генезою економічної думки, удосконаленням фінансової термінології, а також у наслідок докорінної зміни методичних основ складання фінансової звітності підприємств [68, с.112-113]. Окрім цього, на погляд дисертанта, застарілими є алгоритми розрахунку окремих показників, а також порядок їх інтерпретації. З часом зазнають змін підходи до вибору окремих індикаторів, що сигналізують про загрози для підприємств.

У більшості науково-практичних джерел, традиційний підхід до фінансової діагностики репрезентується комплексним фінансовим аналізом підприємства, який охоплює ключові фінансові параметри підприємства: прибутковість, платоспроможність та ліквідність, оборотність, фінансову стійкість (структуру капіталу). До ключових переваг комплексної діагностики фінансового стану експерти відносять наступні: простота та зручність розрахунків; використання як бази порівняння показників так званого еталонного (умовного) підприємства; використання як пріоритетів показників результативності фінансово-інвестиційної та операційної діяльності; можливість збільшення кількісних характеристик та показників [69, с. 622] .

Для виявлення переваг та недоліків окремих методичних підходів до фінансової діагностики підприємств скористаємося базою даних по вибірковій сукупності підприємств переробної промисловості (секція С згідно з КВЕД 2010р.), які займаються виробництвом харчових продуктів (розділ 10 відповідної секції). Вибір групи підприємств для дослідження зумовлений непересічним значенням переробної промисловості, зокрема, підприємств з виробництва харчових продуктів як для економіки України, так і у глобальному масштабі. Так, обсяг реалізації продукції харчової промисловості становить близько 20 відсотків від загального обсягу реалізованої промислової продукції українських підприємств. За цим показником галузь займає перше місце серед всіх галузей промисловості.

Про кризові прояви у харчовій промисловості України свідчать наступні дані. У 2013 році серед підприємств харчової промисловості 61,7 % одержали прибуток 13893 млн. грн., що на 9,3 % менше, ніж за 2012 рік, 38,3 % підприємств одержали збиток 4757,9 млн. грн., що на 4,4 % більше, ніж за 2012 рік. Рентабельність реалізованої продукції харчової промисловості залишається нижчою, ніж відповідні показники по промисловості в цілому. Зовнішньоторговельний обіг основних видів продукції харчової та переробної промисловості за 2013 рік склав 13246,8 млн. дол. США, що порівняно з відповідним періодом 2012 року менше на 309,1 млн. дол. США або на 2,3 відсотка. Зовнішньоторговельне сальдо позитивне і дорівнює 3266 млн. дол.

США, однак цей показник склав лише 80,4 відсотка, порівняно з 2012 роком. За 2013 рік експортовано продукції харчової промисловості на суму 8256,4 млн. дол. США, що порівняно з 2012 роком менше на 552,7 млн. дол. США або на 6,3 %. З початку року імпортовано основних видів продукції харчової та переробної промисловості на суму 4990,4 млн. дол. США. Порівняно з відповідним періодом минулого року їх імпорт збільшився на 5,1 відсотка або на 243,6 млн. дол. США [70]. Водночас, про потенціал сектору АПК України свідчить уже те, що єдиною товарною групою, за якою спостерігалось зростання у 2014 р., був експорт саме продукції АПК (12.7%). Експорт за всіма іншими основними товарними групами у 2014р. скоротився. Всього, на продукцію АПК припадає близько 25 відсотка усього українського експорту.

У таблиці 2.1 наведено значення десяти ключових фінансових показників у розрізі 31 підприємства вибіркової сукупності. З огляду на комерційну таємницю первинної інформації, що підлягає аналізу, назви підприємств є зашифрованими (присвоєно певний код). Розшифровка та порядок розрахунку окремих коефіцієнтів наведено в додатку А. До групи аналізованих включені показники, які характеризують ключові фінансові параметри підприємств: платоспроможність та ліквідність, прибутковість та рентабельність, оборотність, структуру капіталу та фінансування.

Для демонстрації переваг та недоліків традиційного підходу, проведемо аналіз двох підприємств досліджуваної сукупності, які зашифровані під кодами 3/24 та 31/50. Обидва підприємства знаходяться в кризі, однак глибина кризи різна. У той час, як перше зі згаданих підприємств знаходиться у передфолтному стані та не виконує свої зобов'язання за кредитними договорами, останнє характеризується достатнім рівнем платоспроможності, однак, має проблеми стратегічного плану, пов'язані з недостатнім рівнем прибутковості і генерування вартості.

Таблиця 2.1.

Аналіз фінансових показників вибіркової сукупності підприємств харчової промисловості України, 2014р.

Код підприємства	Фінансові коефіцієнти									
	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7	K8	K9	K10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1/19	1,5	1,1	0,17	0,51	0,60	0,06	0,08	0,07	5,68	0,29
2/20	1,40	0,18	0,13	0,32	-0,04	-0,04	0,11	-0,04	0,79	0,12
3/24	0,97	0,28	0,02	0,38	-2,59	0,03	0,02	-0,09	0,35	0,01
4/64	0,26	0,19	-0,86	-1,48	-2,77	-0,09	-0,07	-0,54	13,57	-0,22
5/79	0,32	0,21	-0,12	-0,19	-0,30	-0,17	0,02	-0,03	4,50	0,04
6/101	0,64	0,55	-0,74	-1,40	0,15	0,12	0,26	0,03	0,73	0,05
7/147	0,94	0,17	-0,27	-4,02	-0,22	-0,62	-0,60	-0,07	0,13	-0,06
8/177	0,40	0,35	-1,12	-1,49	-0,46	-0,25	-0,12	-0,25	3,06	-0,05
9/188	0,76	0,30	-0,03	-0,14	-0,53	-0,07	-0,04	-0,05	0,68	-0,03
10/192	0,77	0,39	-0,17	-0,57	-0,96	-0,07	-0,05	-0,23	2,78	-0,08
11/207	0,66	0,44	-0,37	-0,61	-0,08	-0,01	0,04	-0,05	3,71	0,05
12/214	0,15	0,06	-1,16	-1,65	-1,07	-1,00	-0,88	-0,45	1,29	-0,19
13/242	0,83	0,12	-0,28	-1,03	-0,56	-0,37	0,17	-0,05	0,08	0,01
14/246	1,04	0,04	0,10	1,52	-0,73	-0,27	-0,26	-0,19	0,78	-0,15
15/275	1,85	1,48	-0,12	-0,19	0,00	0,01	0,22	0,00	0,50	0,04
16/277	0,55	0,43	-0,04	-0,09	2,21	0,02	0,02	0,01	3,40	0,03
17/286	1,48	0,93	0,00	0,01	-0,26	-0,55	-0,45	-0,51	1,66	-0,47
18/299	0,07	0,02	-0,49	-0,54	-0,53	-0,57	-0,29	-0,40	2,36	-0,06
19/312	1,16	0,90	-0,25	-1,05	-0,57	-0,10	-0,07	-0,17	0,85	-0,04
20/315	1,10	0,60	-0,15	-1,62	-2,98	-0,09	-0,07	-0,10	0,48	-0,03
21/325	0,76	0,39	-0,01	-0,05	-0,39	0,11	0,10	-0,05	0,60	0,07
22/334	0,58	0,31	0,19	0,28	0,07	-0,25	-0,14	0,02	1,00	-0,05
23/365	0,46	0,21	0,22	0,33	-0,44	-0,38	-0,01	-0,16	3,29	-0,03
24/394	3,02	2,80	0,02	0,06	-1,46	0,05	0,06	-0,06	0,97	0,05
25/396	1,48	0,93	-1,69	-3,48	0,01	0,10	0,13	0,00	3,09	0,09
26/402	2,17	0,85	-0,02	-0,36	-0,01	0,02	0,01	0,00	0,65	0,01
27/411	1,26	0,76	-0,05	-0,09	-0,16	0,00	0,03	-0,11	3,41	0,05
28/423	0,48	0,07	-0,39	-1,04	-0,31	-0,42	-0,31	-0,27	1,01	-0,14
29/425	0,55	0,35	0,01	0,03	-0,49	-0,34	0,08	-0,12	0,60	0,02
30/428	14,52	7,55	-1,13	-1,51	-0,36	-0,27	-0,08	-0,11	1,61	-0,05
31/500	3,69	1,97	0,85	1,87	0,00	0,00	0,04	0,00	3,58	0,46

В таблиці 2.2 наведено порівняльний аналіз ключових фінансових показників зазначеного підприємства із показниками умовно-еталонного підприємства, які розраховані виходячи із середніх значень відповідних показників по групі фінансово-стійких підприємств. Аналіз показує, що по підприємству 3/24 всі десять фінансових показників є нижчими за фінансові

індикатори порівнюваного підприємства. По підприємству 31/500 спостерігається дещо інша ситуація: половина із аналізованих показників є вищими за еталонний рівень, а інша половина – навпаки. Причому, незадовільними є показники, що характеризують рівень рентабельності підприємства та оборотності оборотних активів.

Таблиця 2.2.

Антикризова фінансова діагностика підприємств 3/24 та 31/500 за традиційним підходом, 2014р.

Фінансовий коефіцієнт	Рекомендоване або еталонне значення	підприємство 3/24		підприємство 31/500	
		Факт	Відхилення	Факт	Відхилення
К ₁ – коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня)	1,5	0,97	-0,53	3,69	+2,19
К ₂ – проміжний коефіцієнт покриття	1,2	0,28	+0,92	1,97	+0,77
К ₃ – коефіцієнт фінансової незалежності	0,17	0,02	-0,15	0,85	+0,68
К ₄ – коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом	0,51	0,38	-0,13	1,87	+1,36
К ₅ – коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,6	-2,59	-3,19	0,01	-0,59
К ₆ – коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ)	0,06	0,03	-0,03	0,01	-0,05
К ₇ – коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами від звичайної діяльності (ЕВІТДА)	0,08	0,02	-0,06	0,04	-0,04
К ₈ – коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком	0,07	-0,09	-0,16	0,01	-0,06
К ₉ – коефіцієнт оборотності оборотних активів	5,68	0,35	-5,33	3,58	-2.1
К ₁₀ – коефіцієнт оборотності позичкового капіталу за фінансовими результатами від звичайної діяльності (ЕВІТДА)	0,29	0,01	-0,28	0,46	+0,17

Водночас, однофакторний аналіз фінансових показників не дає можливості визначити глибину фінансової кризи. З такого аналізу незрозуміло, яка ймовірність банкрутства та чи залишаються шанси відновити фінансову спроможність підприємства. Типовий традиційний підхід до фінансової діагностики знаходимо в аудиторському висновку щодо річної фінансової звітності Публічного акціонерного товариства «Звенигородський сироробний комбінат» (ПАТ «ЗСК») ¹ за 2013р. Не дивлячись на те, що в 2001 році "Звенигородський сироробний комбінат" став власністю французької компанії Bongrain Group - одного з найбільших в світі виробників сирів, повністю вирішити усі фінансово-економічні проблеми підприємства тривалий час не вдається. У результаті реалізації ряду інвестиційних проектів антикризового характеру, що мало місце протягом останніх років, фінансовий стан підприємства суттєво покращився. Водночас, завдання стабілізації фінансово-економічної ситуації на підприємстві повністю не вирішено. Свідченням цього є збитки, які зафіксовані у звітності підприємства за результатами 2013року.

Як впливає з аудиторського висновку,² станом на 31.12.2013 року чисті активи підприємства становили 139 263 тис. грн., що свідчить про високий рівень фінансової стійкості. Коефіцієнт абсолютної ліквідності обчислюється як відношення грошових засобів та їхніх еквівалентів і поточних фінансових інвестицій до поточних зобов'язань та показує, яка частина боргів підприємства може бути сплачена негайно. Станом на 31.12.2013 року дорівнює 0,22, що відповідає нормативному значенню даного показника. Коефіцієнт загальної ліквідності (покриття) розраховується як відношення оборотних активів до поточних зобов'язань підприємства та показує достатність ресурсів підприємства, які можуть бути використані для погашення його поточних зобов'язань. Коефіцієнт дорівнює 3,69, що відповідає нормативному значенню. Коефіцієнт фінансової стійкості розраховується, як відношення власного

¹ Дисертантом отримано дозвіл, щодо оприлюднення даних ПАТ «ЗСК», що закодовано під шифром 31/500. Водночас, від інших підприємств досліджуваної сукупності такого дозволу не отримано, саме тому в подальшому вони будуть позначатися відповідним кодом.

² Режим доступу: <http://www.zvenigora.com/content/pdf/ua>.

капіталу підприємства до підсумку балансу підприємства і показує питому вагу власного капіталу в загальній сумі засобів, авансованих в його діяльність - складає 0,84, що відповідає нормативному значенню і свідчить про те, що Товариство є незалежним з фінансової точки зору. Коефіцієнт структури капіталу (фінансування) розраховується як співвідношення залучених та власних засобів і характеризує залежність підприємства від залучених засобів. Станом на 31.12.2013 року коефіцієнт становить 0,18, що задовольняє нормативному значенню і свідчить про фінансову стійкість підприємства.

Не дивлячись на те, що традиційний підхід на сьогоднішній день є найбільш поширеним у вітчизняній практиці, він характеризується цілим рядом недоліків. Основні недоліки сконцентровані не в самому розрахунку коефіцієнтів (формули показували свою ефективність у різні періоди часу в різних країнах, а головне є логічно й економічно обґрунтованими), а в нормативно закріплених орієнтирах для них [71, с.180-181]. Наведений вище традиційний аналіз двох підприємств підтверджує зазначені слабкі місця традиційного аналізу. Найбільш повно недоліки традиційного підходу до фінансової діагностики систематизовано у працях О.Терещенка [3, 72].

Більш якісними та об'єктивними, на наш погляд, є методики, які репрезентують інтегральний підхід. Інтегральні та рейтингові методи діагностики ґрунтуються на емпірично-індуктивних системах показників. Їх особливістю є те, що вони виводяться з використанням математично-статистичних методів обробки емпіричних даних та експертних оцінок. Загалом, інтегрування передбачає об'єднання різномірної інформації для формування висновків стосовно стійкості підприємства, забезпечення співвимірності показників (наприклад через стандартизацію даних), об'єднання часткових показників в інтегральні індикатори [73, с.109]. Результатом застосування емпірично-індуктивних методів є розробка рейтингових систем оцінювання кредитоспроможності та інвестиційної привабливості. Домінуючими методами, які використовуються для розробки рейтингових систем інтегральної оцінки фінансового стану є дискримінантний аналіз та метод побудови логістичної регресії. Щоправда, окремі автори (наприклад,

Матвійчук А.В.) беруть під сумнів адекватність дискримінантного аналізу у вітчизняних умовах. При цьому наголошується, що важливими передумовами застосовності дискримінантних моделей є стаціонарність розвитку випадкових величин та незмінність зовнішніх умов, яким не задовольняють реалії розвитку сучасної економіки. Натомість, Матвійчук А.В. доводить необхідність застосування нелінійних моделей кластеризації об'єктів дослідження, які не вимагають дотримання вказаних гіпотез. Автор обґрунтовує моделі на нечіткій логіці, що здатні працювати навіть без налаштування на реальних даних — лише базуючись на закладених в них наборах логічних правил та встановлених параметрах функцій належності [74, с. 114]. Недоліком такого підходу, на наш погляд, є перевага якісних методів аналізу над кількісними. Водночас, об'єктивні результати діагностики можна отримати лише за використання збалансованого набору аналітичних інструментів.

Для апробації інтегрального підходу до фінансової діагностики в дисертації була обрана методика рейтингового оцінювання підприємства, обґрунтована у працях О. О. Терещенка [72, с.26-30] та затверджена у подальшому Положенням Національного Банку України Про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями, що затверджена Постановою Правління НБУ 25.01.2012 № 23 [144]. В додатку Б.1 наведено результати інтегральної діагностики фінансового стану та рейтингові оцінки тридцяти одного підприємства, що складають досліджувану сукупність підприємств. Двадцять дев'ять підприємств досліджуваної сукупності мають від'ємне значення інтегрального показника фінансового стану (Z). Це означає, що вони знаходяться у фінансовій кризі. За класифікацією НБУ їм присвоєно рейтингові класи від п'ятого до дев'ятого. Для цілей порівняльного аналізу, до складу досліджуваної сукупності включено також одне, так зване еталонне підприємство, що є типовим для групи фінансово-стійких, з додатнім значенням інтегрального показника (рейтинговий клас 1). В додатку Б.2 наведена інтерпретація рейтингових класів підприємства залежно від ймовірності банкрутства боржника.

Дані додатку Б.1 показують, що не дивлячись на низькі рейтинги більшості підприємств, що свідчить про високий рівень ризику дефолту, багато із них характеризуються досить високим значенням категорії кредитної заборгованості (2 категорія). Це означає, що знаходячись у стані фінансової кризи, підприємства усе ж виконують свої кредитні зобов'язання (близько 65 відсотків підприємств вибіркової сукупності, що мають від'ємне значення інтегрального показника фінансового стану). Водночас близько 35 відсотків підприємств мають серйозні складнощі з виконанням зобов'язань та дотриманням умов кредитних договорів (4-5 категорія заборгованості). Таким чином, судячи з результатів аналізу вибіркового зрізу підприємств, питання розробки та впровадження інноваційних інструментів контролінгу для виведення з кризи переробних підприємств АПК є надзвичайно актуальним. Аналіз динаміки інтегрального показника фінансового стану по підприємств 3/24 та 31/500, які репрезентують полярні значення рейтингових класів наведено в таблиці 2.3.

Таблиця 2.3.

Динаміка інтегрального показника фінансового стану порівнюваних підприємств 2010-2015рр.

Рік	Підприємство 3/24		Підприємство 31/500	
	Інтегральний показник Z	Рейтинговий клас	Інтегральний показник Z	Рейтинговий клас
2010	-0,2	5	0,45	3
2011	-0,25	5	0,20	4
2012	-0,65	6	0,49	3
2013	-0,78	7	1,91	1
2014	-0,8	7	1,8	1
2015	-0,8	7	1,95	1

Аналіз динаміки інтегрального показника по порівнюваних підприємствах свідчить про кардинальну різницю у результатах оцінки. Перше підприємство має низький рівень інтегрального показника та отримує низькі рейтинги. Це означає, що ймовірність дефолту цього підприємства знаходиться на рівні 51 – 75 відсотків (див. додаток Б.2). При цьому, протягом досліджуваного періоду ситуація із загрозою банкрутства підприємства стабільно погіршувалася. На противагу цьому, динаміка інтегрального показника по підприємству 31/500 є позитивною. Якщо враховувати лише зазначений критерій, то можна зробити висновок, що підприємству не загрожує фінансова криза та дефолт. Водночас, слід підкреслити, що комплексна фінансова діагностика, окрім наведених оцінок, передбачає також аналіз інших критеріїв, про що буде йтися далі.

Подібний підхід до інтегральної діагностики фінансового стану підприємств репрезентує Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, затверджений наказом Міністерства фінансів України № 859 20.07.2012 [75]. Аналогічно до описаного вище Положення НБУ, методичною основою визначення інтегрального показника фінансового стану є метод багатofакторного дискримінантного аналізу. Висновок про якість фінансового стану підприємства робиться на основі присвоєння йому класу згідно зі шкалою інтерпретації значень інтегрального показника фінансового стану підприємства. На відміну від Положення НБУ, шкала класифікації якості фінансового стану позичальника включає п'ять рейтингових класів. Здатність позичальника обслуговувати залучені позики визначається на основі розрахунку коефіцієнта покриття боргу. Коефіцієнт розраховується як відношення суми чистого руху коштів від операційної та інвестиційної діяльності (без урахування сум нарахованих відсотків) до вимог з обслуговування та погашення боргу на відповідний фінансовий рік. Він характеризує здатність позичальника обслуговувати залучені позики (сплачувати відсотки і основний борг за кредитними операціями). Таким чином, за цим підходом, критеріями

фінансової спроможності є його рейтинговий клас, а також здатність генерувати грошові потоки у майбутньому в обсягах, достатніх для погашення заборгованості.

На відміну від традиційного аналізу, у разі багатофакторної діагностики фінансової кризи можна визначити, який є рейтинг підприємства та наскільки глибокою є фінансова криза (додатки Б.1 та Б.2). Проведене дослідження дозволяє стверджувати, що рейтингова система інтегральної діагностики фінансового стану підприємства дає об'єктивну інформацію щодо фінансової неспроможності боржника. Водночас, для цілей моніторингу фінансового стану та діяльності підприємств зазначена система є непридатною, оскільки зорієнтована на інформацію минулих періодів. Окрім цього, для її використання необхідно є звітність підприємства, яка складається в кращому випадку щоквартально. З метою забезпечення дієвого антикризового фінансового моніторингу підприємства, потрібно аналізувати показники, які враховують якісні характеристики діяльності підприємства, ризики, а також прогностичні очікування. На наш погляд, загальним недоліком описаних вище методичних підходів є неврахування у процесі аналізу витрат на капітал, зокрема так званих імпліцитних витрат на капітал, про що буде йтися далі.

Поширеним підходом до фінансової діагностики та моніторингу є логічно-дедуктивні системи показників, що ґрунтуються на методі дослідження, за яким окреме пізнається на основі послідовного вивчення внутрішніх закономірностей загального. На наш погляд, зазначені системи є найбільш прийнятними для моніторингу результативності підприємств та їх вартості. Це означає, що з їх допомогою можна діагностувати збиткову діяльність, що може призвести до від'ємних значень чистих активів чи вартісно-орієнтованих показників. Системи показників мають бути логічно та структурно інтегровані у концепцію контролінгу на підприємстві. Це означає, що вони мають бути основою управлінської звітності та складовою процесів аналізу, планування та контролю фінансово-господарської діяльності. Побудова таких систем передбачає поетапний розрахунок ключового показника та його розщеплення на окремі складові з метою візуалізації причинно-наслідкових

зв'язків між основними факторами впливу на ключовий параметр [76 , с. 66-83].

Для цілей антикризової фінансової діагностики, на наш погляд, може бути використано також вартісно-орієнтований підхід, який започатковано у працях А. Раппапорта [145, 146]. Загалом, вартісно-орієнтований підхід до управління компанією та ведення бізнесу передбачає вибір пріоритетів за критерієм створення вартості: переорієнтацію систем планування, оцінки результатів діяльності та матеріального заохочення на вартісно-орієнтовані показники; спілкування з інвесторами на мові вартості [77, с.26-27]. Використання вартісно-орієнтованих показників у процесі антикризової фінансової діагностики дозволить з'ясувати, на яку ліквідаційну масу потенційно можуть розраховувати кредитори, створює підприємство вартість у результаті господарської діяльності чи навпаки, поглинає її, а також оперативно реагувати на негативні фактори, що можуть вплинути на вартість компанії.

Необхідність використання вартісно-орієнтованого аналізу можна обґрунтувати наступним чином. Вартість підприємства та тенденції її зміни можна вважати найважливішим фінансовим параметром, який відіграє ключову роль у прийнятті фінансових рішень в цілому та антикризових рішень зокрема. Вартість окремих активів, цілісного майнового комплексу та підприємства у цілому є визначальними у процесі прийняття рішень з боку кредиторів щодо участі у фінансуванні антикризових заходів. Це пояснюється тим, що саме вартість компанії та окремих її об'єктів формує величину ліквідаційної маси, за рахунок якої погашаються претензії кредиторів. Вартість компанії та потенціал її росту є орієнтиром для інвесторів, які планують вкладати кошти і підприємство, так і для кредиторів. З іншого боку, новітні тенденції у розвитку корпоративних фінансів засвідчують чіткий тренд у напрямку вартісно-орієнтованого управління.

Більшість концепцій фінансового контролінгу включають у себе вартісно-орієнтовану складову. Так, фінансовий контролінг інтерпретується як система інформаційного забезпечення координації всіх підсистем управління, що передбачає використання методів та процедур з бюджетування, стратегічного

планування, управлінського обліку, фінансової діагностики, інвестор-релейшнз, управління ризиками та внутрішнього контролю, які в сукупності зорієнтовані на підвищення ефективності фінансово-економічних рішень і збільшення вартості компанії [46, с.118]. Відтак, до пріоритетних завдань антикризового контролінгу можна віднести налагодження системи управління факторами вартості. Теоретико-методичні, а також прагматичні аспекти вартісно-орієнтованої антикризової діагностики та моніторингу підприємства будуть висвітлені у наступних підрозділах цього розділу дисертації.

2.2. Фінансова діагностика підприємств на основі вартісно-орієнтованих показників

Інноваційний підхід до діагностики фінансового стану, який пропонується у дисертації, полягає у використанні для цих цілей вартісно-орієнтованих показників з послідуочим моніторингом вартості підприємства. Виходячи з пропозицією щодо запровадження вартісно-орієнтованої діагностики, автор керується логікою, що загальний успіх антикризового управління принциповим чином залежить від фінансування підприємства як кредиторями, так і інвесторами. Для капіталодавців же ключовим індикатором результативності діяльності об'єкта фінансування є факт генерування ним вартості. З іншого боку, будь-яка операція підприємства прямим чи непрямым чином впливає на його вартість.

З теоретичної точки зору, необхідність запровадження вартісно-орієнтованої діагностики фінансового стану підприємства підтверджується вартісноформуючою функцією корпоративних фінансів, яка досить переконливо обґрунтована у праці А. І. Крисоватого, В. М. Федосова та Н. С. Рязанової. Зазначені автори наголошують, що вартісноформуюча функція корпоративних фінансів об'єктивно, незалежно від волі, бажання людей і держави створює умови для уможливлення руху мінової вартості капіталу та її зростання [61, с. 14-17]. Таким чином, антикризовий фінансовий контролінг у процесі реалізації функції моніторингу та контролю з допомогою вартісно-орієнтованої діагностики здійснює контроль виконання вартісноформуючої функції

корпоративних фінансів. Відтак, вартісно-орієнтовані показники можна інтерпретувати як інтегральні індикатори не лише фінансового стану підприємств, а й результативності їх діяльності та виконання однієї з ключових функцій корпоративних фінансів. Окрім цього, вартісно-орієнтовані показники можуть слугувати індикатором інновацій на підприємстві. Слушною у цьому контексті є теза А.М. Поддєрьогіна та А. В. Корнилюк, що максимізація вартості підприємства є основним завданням інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств [9, с.16].

Враховуючи описаний у першому розділі дисертації функціонал фінансового контролінгу в цілому і антикризового фінансового контролінгу зокрема, питання методичного, консультативного та організаційного забезпечення вартісно-орієнтованої антикризової діагностики можна віднести до компетенції антикризового фінансового контролінгу. Ця теза узгоджується з висновком Терещенка О.О. щодо ролі контролінгу у забезпеченні управління ризиками та вартістю компанії: «ці завдання є тісно пов'язаними між собою, оскільки ризики є ключовим чинником, що впливає на вартість...важливою є роль контролінгу у запровадження інноваційної концепції фінансового менеджменту – вартісно-орієнтованого управління (value based management, VBM)» [34, с. 43-44]. У цьому зв'язку, концепція вартісно-орієнтованого контролінгу має бути доповнена елементом антикризової фінансової діагностики у тому розумінні, що вартісно-орієнтований аналіз має бути складовою системи фінансової діагностики підприємства.

Науково-практична проблема полягає у підборі адекватного інструментарію вартісно-орієнтованої діагностики, зокрема, слід визначитися із вартісно-орієнтованими показниками. Враховуючи природу вартості підприємств, можна виокремити три групи вартісно-орієнтованих показників:

- 1) абсолютні показники вартості підприємства (ринкової, ліквідаційної, відновної тощо), які характеризують вартість на дату оцінки;
- 2) абсолютні показники, що характеризують величину приросту (поглинання) вартості протягом визначеного періоду;

3) відносні вартісно-орієнтовані показники, які показують відношення вартісно-орієнтованого показника до обраної бази оцінки.

В таблиці 2.4. наведена класифікація найбільш поширених абсолютних та відносних вартісно-орієнтованих показників.

Таблиця 2.4.

Класифікація вартісно-орієнтованих показників

Абсолютні показники вартості	Абсолютні показники росту (поглинання) вартості	Відносні вартісно-орієнтовані показники
ринкова вартість; ліквідаційна вартість; вартість ліквідації; відновна вартість; вартість відтворення; вартість заміщення; спеціальна вартість; інвестиційна вартість; внутрішня (фундаментальна) вартість	економічна додана вартість (EVA); приріст економічної доданої вартості порівняно з попереднім періодом (Δ EVA); додана вартість грошового потоку (CVA); ринкова додана вартість (MVA); Refined Economic Value Added (REVA); залишковий економічний прибуток (REI)	рентабельність вкладеного в операційну діяльність капіталу (ROCE); рентабельність всього інвестованого капіталу (RIOС), рентабельність інвестицій по чистому грошовому потоку (CFROI); рентабельність скоригованого на ризик капіталу (RORAC)

Спочатку з'ясуємо, які із зазначених типів вартісно-орієнтованих показників найбільш придатні для антикризової діагностики, а які для моніторингу ефективності реалізації антикризової програми. На перший погляд, найбільш адекватними для цілей фінансової діагностики є абсолютні показники вартості. Ці показники можна інтерпретувати як інтегральний вираз як кількісних, так і якісних параметрів діяльності підприємства. Тобто, порівняно з інтегральним аналізом фінансового стану, який наведено у п.2.1., вартісно-орієнтована діагностика включає в себе якісну складову, зокрема, шляхом залучення до розрахунку показника середньозваженої ставки витрат на капітал. Показник значною мірою залежать від якісних оцінок операційних та фінансових ризиків підприємства. Окрім цього, значним чином ураховує якісні оцінки зовнішнього ризикового середовища, у якому функціонує підприємство.

Аналітичні висновки у разі використання абсолютних показників вартості можна здійснювати лише за їх аналізу в динаміці. Ускладненим є також

порівняльний аналіз з іншими підприємствами. Однак, найсуттєвішим недоліком з точки зору фінансової діагностики підприємства є те, що для оцінки вартості компанії використовуються переважно прогнозні показники, які за своєю природою є суб'єктивною оцінкою майбутніх подій. У процесі ж фінансової діагностики необхідно володіти узагальненою інформацією, що враховує як минулі, так і майбутні періоди. Водночас, для цілей антикризового фінансового моніторингу підприємства використання абсолютних показників вартості компанії є цілком виправданим, оскільки вони є комплексним індикатором, що характеризує як результативність фінансово-господарської діяльності, так і якість фінансового стану. Окрім цього, за ретроградних прогнозів вартості, полегшується аналіз відхилень фактичних показників вартості від прогнозних.

Проаналізуємо доцільність використання для цілей фінансової діагностики абсолютних та відносних показників, що характеризують зростання чи поглинання вартості підприємства. Як впливає з додатку В.1, найбільш уживаними є показники EVA (економічна додана вартість), EP (економічний прибуток), CVA (додана вартість грошового потоку), MVA (ринкова додана вартість). Зазначені показники є абсолютними і з різних сторін характеризують факт зростання чи зменшення вартості підприємства. Досить часто має місце використання також відносних вартісно-орієнтованих показників, зокрема ROCE (рентабельність вкладеного в операційну діяльність капіталу), RIOC (рентабельність всього інвестованого капіталу), CFROI (рентабельність інвестицій по чистому грошовому потоку).

До цієї групи показників можна також віднести показник Free Cash-flow (FCF), оскільки вартість підприємства значною мірою визначається прогнозною величиною чистих грошових потоків. Згідно з актуальними трендами у фінансовій діяльності підприємств показник FCF досить часто заміщається його наближеним субститутутом – показником EBITDA (прибуток підприємства до сплати податків, відсотків та нарахування амортизації). Останнім часом все більша кількість підприємств використовує цей показник як індикатор результативності діяльності. Він може використовуватися також

для цілей антикризового моніторингу: у разі, якщо ЕВІТДА позитивний, то підприємство може фінансувати свої зростання за рахунок власних джерел, якщо ж негативний – підприємство має фінансові проблеми. На наш погляд, показник ЕВІТДА лише частково здатен виявляти фінансові проблеми на підприємстві, оскільки не вказує на рівень платоспроможності, а також не у повній мірі характеризує ризики фінансово-господарської діяльності та інвестування капіталу у підприємство. У нагоді тут може статися відносний показник оборотності позикового капіталу по ЕВІТДА, який розраховується як відношення ЕВІТДА до позичкового капіталу і характеризує здатність підприємства розраховуватися з боргами за рахунок внутрішніх фінансових джерел. Однак, цей показник характеризує платоспроможність лише у середньо- та довгостроковому періодах. У випадку ж антикризової діагностики необхідна інформація про здатність підприємства виконувати свої зобов'язання у короткостроковому періоді.

В таблиці 2.6 наведено огляд ключових показників результативності, що використовуються провідними європейськими компаніями. Найбільш відомим та поширеним вартісно-орієнтованим індикатором є показник EVA. Концепція показника розроблена у 80-х роках минулого століття американськими економістами Д. Штерном та Г. Стюартом. У 1991 році заснована ними консалтингова компанія Stern Stewart & Co (Нью-Йорк) отримала авторське право на методику розрахунку показника EVA®. Показник EVA характеризує надлишковий прибуток підприємства, що генерується компанією понад очікування капіталодавців. Відповідний показник можна розраховувати у розрізі окремих проектів та центрів відповідальності. У контексті антикризового контролінгу показник EVA є цінним з тієї точки зору, що є сенс його використовувати для оцінки результативності окремих антикризових модулів чи проектів. Окрім цього, через оперативне реагування ставки витрат на капітал на фінансові ризики підприємства, показник EVA швидше реагує на проблемні моменти в діяльності підприємства, порівняно з іншими.

У класичному розумінні, економічна додана вартість визначається як різниця між прибутком підприємства від операційної діяльності до сплати

відсотків та після оподаткування (NOPAT) і абсолютною сумою витрат на власний та позичений капітал, що вкладений у чисті операційні активи (Net Operating Assets, NOA) [78, с.87-90] :

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_t \cdot R_{WACC} \quad (2.1)$$

Незважаючи на простоту алгоритму 2.1, розрахунок економічної доданої вартості супроводжується значними складнощами. Так, для коректного обчислення EVA кожен параметр формули потребує численних коригувань, спрямованих на те, щоб урахувати усі без винятку операційні доходи та витрати, визначити операційні активи, за користування якими підприємство несе витрати на капітал. У науково-практичній літературі можна зустріти багато варіантів коригувань та схем розрахунку показника EVA. У цьому зв'язку можна вести мову про численні модифікації методу EVA. Як впливає з додатку В.1 лише близько 40 відсотків крупних підприємств використовують оригінальну версію розрахунку EVA® за Штерном-Стюартом. У більшості ж випадків має місце модифікована версія розрахунку. По малих та середніх підприємствах спостерігається ще більш чіткий тренд щодо використання модифікованих версій розрахунку EVA.

Спробуємо застосувати вартісно-орієнтований підхід для фінансової діагностики досліджуваних підприємств харчової промисловості (3/24 та 31/500). Спочатку проведемо первинний аналіз базової інформації, що характеризує загальні тенденції щодо результативності діяльності підприємств. За даними аудиторського висновку по ПАТ "ЗСК" (31/500), в 2011 р. вартість чистих активів дорівнювала 34960,0, що менше статутного капіталу на суму 8651 грн. Таким чином, підприємство не виконувало вимоги чинного законодавства щодо розміру чистих активів акціонерних товариств. Вартість чистих активів визначається шляхом вирахування із суми активів, прийнятих до розрахунку, суми його зобов'язань, прийнятих до розрахунку. На кінець 2011 р. підприємство мало непогашену позику на суму, що перевищувала 25% активів та могла призвести до значної зміни вартості підприємства. За висновками аудиту річної звітності за 2013 р., аудитори звертають увагу на те, що

підприємство протягом 2013 р. отримало чисті збитки в сумі 58 тис. грн. За результатами діяльності в 2012 р. Товариство отримало чистий прибуток у розмірі 9252 тис. грн., а в 2011 році отримані чисті збитки 2374 тис. грн. Сума чистих активів протягом 2013р. більша, ніж сума статутного капіталу. Результати традиційного аналізу, проведеного службою аудиту засвідчили певний рівень волатильності діяльності підприємства, однак його здатність успішно продовжувати свою діяльність.

В додатку В.2 наведені ключові показники звітності, які визначають вартість підприємств досліджуваної сукупності. Більш детально зупинимося на підприємстві 3/24. Порівняно з ПАТ «ЗСК», ключові показники результативності підприємства 3/24 є набагато гіршими. Так, станом на кінець 2014р., величина чистих активів підприємства склала від'ємне значення (-268 млн. грн.). Це є стало наслідком наявності значної суми непокритих збитків підприємства (близько 294 млн. грн.). За останній звітний рік підприємство додатково генерувало збитків на суму близько 67 млн. грн.. До ключових факторів збитковості підприємства належать як зниження обсягів реалізації, так і порівняно високий рівень витрат, зокрема постійних витрат.

Загалом по досліджуваній у дисертації сукупності з 31 підприємства, лише одне характеризується позитивним значенням чистих активів. Водночас, значення чистих активів є важливим індикатором, що характеризує вартість підприємства відповідно до бухгалтерських даних. Відповідно у всіх підприємств вибіркової сукупності значення чистих активів є меншим, ніж сума статутного (zareєстрованого) капіталу. Таким чином, фінансова криза має наслідком невиконання усіма підприємствами вимог чинного законодавства щодо розміру чистих активів акціонерних товариств. Всі без виключення підприємства зафіксували у звітності непокриті збитки. Щодо показника EBITDA, то половина усіх підприємств мають позитивне його значення. Водночас, лише 22,5% підприємств засвідчили у звітності прибуткову діяльність. Це означає, що частина підприємств має певні внутрішні резерви генерування грошових потоків, пов'язані з амортизацією.

Ключова проблема, яка негативно впливає на діяльність підприємств переробної промисловості АПК пов'язана із якістю сировини. Стосовно досліджуваних підприємств, мова йде про якість молочної сировини, яка все ще залишається на посередньому рівні. Це ускладнює виготовлення продукції, яка б могла конкурувати з зарубіжними аналогами. Як наслідок, протягом тривалого періоду підприємства засвідчують у звітності значну величину непокритих збитків. Щоправда, протягом останніх чотирьох років величина непокритих збитків ПАТ «ЗСК» зменшилася з 18 млн. грн. до 11,3 млн. грн. У 2010 р. величина непокритих збитків по цьому підприємству складала майже 50 відсотків від суми власного капіталу. В 2013р. частка непокритих збитків скоротилася до 8,1% власного капіталу. Водночас, різке зменшення частки непокритих збитків стало наслідком суттєвого збільшення (майже у три рази) статутного капіталу підприємства. Побічною метою збільшення статутного капіталу є підчищення частки у статутному капіталі стратегічного інвестора та мобілізація коштів для погашення фінансових зобов'язань.

Не дивлячись на позитивне значення чистих операційних грошових потоків підприємства, показник FCF (скоригований сумарний чистий грошовий потік від операційної та інвестиційної діяльності підприємства) по ПАТ «ЗСК» має стабільно від'ємне значення: у 2013 році величина від'ємного FCF склала майже 4,5 млн. грн. Таку ситуацію можна пояснити двояко. З одного боку, це є свідченням того, що підприємство вкладає кошти в інвестиційні проекти, які потенційно можуть суттєво покращити його фінансово-господарський стан. З іншого боку, від'ємне значення внутрішніх грошових потоків свідчить про дефіцит внутрішніх джерел як для фінансування інвестицій, так і для погашення позик. Саме тому у 2013 р. і було прийнято рішення про залучення коштів на основі емісії корпоративних прав та збільшення статутного капіталу підприємства. В додатку Д наведені показники, які характеризують динамку фінансових результатів, ключових показників балансу та руху грошових коштів підприємства. Зазначені показники слугують базою для розрахунку вартісно-орієнтованих показників та здійснення фінансової діагностики підприємства.

Принципове значення для об'єктивного розрахунку показника EVA, а також інших вартісно-орієнтованих показників, зокрема ROCE є обчислення параметра вкладеного капіталу (Capital Employed, CE) або чистих операційних активів. Для визначення величини CE необхідно ідентифікувати позиції капіталу, які інвестовані в операційну діяльність і залучені підприємством на платній основі. В теорії і практиці відсутнє уніфіковане трактування порядку визначення вкладеного в операційну діяльність капіталу (чисті операційні активи). Так, величину CE досить часто розраховують як різницю між загальною сумою активів та поточними зобов'язаннями операційного характеру. Інший варіант визначення CE: різниця між загальною сумою капіталу та короткостроковими зобов'язаннями і грошовими коштами та їх еквівалентами. За використання різних баз розрахунку ускладнюється порівняльний аналіз підприємств [76, с.66-83].

У спрощеному вигляді, за розрахунку вкладеного капіталу мова йде про різницю між операційними активами та безоплатними зобов'язаннями. Базою для визначення величини операційних активів є валюта балансу на початок періоду, за який розраховується додана вартість. У разі, якщо протягом періоду, за яких розраховується вартісно-орієнтований показник сума активів суттєво змінилася, то для розрахунків приймається середньорічне їх значення. При визначенні операційних активів досить часто виникає питання щодо грошових коштів та їх еквівалентів. Відповідно до ряду емпіричних досліджень, для забезпечення ефективної операційної діяльності, для підприємств достатнім є залишок грошових коштів та їх еквівалентів у сумі до 2 відсотків річної виручки від реалізації. Це означає, що для розрахунків CE активи необхідно зменшувати на суму грошових коштів та їх еквівалентів що перевищують 2 відсотків річної виручки [79, с.160-165]. У вітчизняній практиці здебільшого для розрахунку CE віднімають усю суму грошових коштів та їх еквівалентів, що призводить до незначного збільшення вартості підприємства, показників ROCE та EVA. З урахуванням вищезазначеного, пропонується схема розрахунку вкладеного в операційну діяльність капіталу для цілей розрахунку показників EVA та ROCE, що наведена в таблиці 2.5.

Проведені розрахунки вкладеного капіталу по підприємствах вибіркової сукупності засвідчили, що 9 підприємств (29% від загального обсягу) мають від'ємне значення інвестованого капіталу. Це є наслідком значної суми від'ємних чистих активів.

Таблиця 2.5.

Розрахунок вкладеного в операційну діяльність капіталу по порівнюваних підприємствах (млн. грн.), 2011-2014рр.

Показник	Сума, млн. грн.							
	2011		2012		2013		2014	
	31/500	3/24	31/500	3/24	31/500	3/24	31/500	3/24
(+) сума активів	134,7	620,3	146,7	750,1	158,6	868,7	164,5	629,1
(-) довгострокові фінансові інвестиції	-	4,9	-	4,9	-	4,9	-	4,9
(-) поточні фінансові інвестиції	-	1,1	-	1,1	-	-	-	-
(-) сума грошових кошти та їх еквівалентів, що перевищує, необхідний для забезпечення операційної діяльності обсяг (>2% від чистої виручки)	4,3	5,5	2,5	-	-	-	-	-
(-) зобов'язання, за користування якими експліцитно не сплачуються відсотки	16,9	110,1	23,0	150,3	24,8	313,2	25,2	118,1
Всього чистих операційних активів	113,5	498,7	122,2	593,8	133,8	550,1	139,3	506,1

Досить дискусійне питання, яке виникає за розрахунку чистих операційних активів, середньозваженої вартості капіталу та результатів від операційної діяльності є величина зобов'язань за якими не сплачуються відсотки, наприклад, кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги. За розрахунку операційних активів вираховуються зобов'язання операційного характеру у тій їх частині, щодо якої відсутня інформації щодо експліцитних платежів за їх користування. При цьому, ми виходимо із припущення, що

безоплатного комерційного кредитування не буває, оскільки це суперечить раціональній економічній поведінці. Якщо так, то прихована (імпліцитна) плата за користування такого роду капіталом включена в ціну товарів, робіт, послуг, а отже є складовою витрат, які безпосередньо впливають на фінансові результати від операційної діяльності. Таким чином, з метою уникнення подвійного урахування одних і тих же витрат, для цілей розрахунку вартісно-орієнтованих показників, недоцільно ураховувати зазначені зобов'язання, оскільки плата за їх користування уже імпліцитно врахована при визначенні NOPAT. Якщо ж мова йде про отримані аванси, то припускається, що ціна готової продукції, яка буде поставлятися у рахунок зазначених авансів буде дещо меншою, ніж за стандартних умов поставки, що знову ж таки зменшить NOPAT у результаті зниження виручки від реалізації.

Альтернативний варіант урахування відповідних імпліцитних витрат на капітал полягає у застосування непрямого методу розрахунку ставки відсотка за комерційними позиками. Як база при цьому може братися середньозважена ставка за короткостроковими позиками комерційних банків, що фіксується у звітності Національного банку України. Відповідна ставка коригується на коефіцієнт додаткової ризиковості, що зумовлена вищими ризиками комерційного кредитування. У цьому разі, комерційні позики не будуть вважатися «безоплатними», а враховуватися на рівні з іншими складовими капіталу як при визначенні чистих операційних активів, так і під час обчислення середньозваженої ставки витрат на залучення капіталу. Для уникнення подвійного урахування відповідних витрат, величина фінансових результатів від операційної діяльності має бути збільшена на розраховану таким чином абсолютну суму витрат на капітал. Однак, зазначений альтернативний підхід є більш трудомісткий та менш точний.

Досить поширеними на практиці є відносні вартісно-орієнтовані показники, як ROCE, ROIC, CFROI. Кожен із зазначених показників має свої переваги та недоліки. Показник ROCE є відносно простим у розрахунках. Рентабельність вкладеного в операційну діяльність капіталу може визначатися за декількома алгоритмами (залежно від сфери генерування вартості):

$$\text{ROCE} = \text{NOPAT} / \text{Capital Employed} \quad (2.2)$$

або

$$\text{ROCE} = \text{EBIT} / \text{Capital Employed} \quad (2.3)$$

EBIT (Earnings before interest, taxes) – прибуток підприємства перед сплатою відсотків та податків. У нашому дослідженні ми будемо використовувати класичний алгоритм розрахунку ROCE (формула 2.2).

Як впливає із наведених в додатку В.1 даних, найчастіше за ключовий показник діяльності крупних підприємств, корпоративні права яких мають обіг на фондовому ринку приймаються саме показники ROCE та EVA. У розрахунках обох показників задіяний параметр NOPAT, який показує доходи від операційної діяльності підприємства до сплати відсотків та після оподаткування. Іншими словами, NOPAT характеризує прибуток підприємства, на який претендують капіталодавці, що вклали кошти в чисті операційні активи підприємства. Схема розрахунку NOPAT з використанням даних досліджуваних підприємств наведена в таблиці 2.6.

Таблиця 2.6

Розрахунок показника NOPAT по порівнюваних підприємствах (млн., грн.), 2010-2014рр.

Показники	Сума, млн. грн.									
	2010		2011		2012		2013		2014	
	31/500	3/24	31/500	3/24	31/500	3/24	31/500	3/24	31/500	3/24
Фінансові результати від операційної діяльності прибуток (+) збиток (-)	6,909	20,5	-1,041	-30,1	+16,1	-130	+1,185	-166,4	3,7	7,0
Фінансові витрати (+)	0,482	40,1	0,798	30,5	0,451	50	0,519	115,6	0,500	62,8
Витрати з податку на прибуток (-)	-2,168	5,2	-1,008	4,1	-5,587	0,5	-1,902	0,2	0,64	0,1
NOPAT	5,223	55,4	-1,251	-3,7	+10,960	-80,5	-0,198	-50,1	3,060	69,7

Як бачимо, підприємства характеризуються нестабільними показниками результативності. NOPAT суттєво коливається і набуває як додатних, так і від'ємних значень. Розрахунки, проведені для решти підприємств вибіркової сукупності засвідчують, що тенденції, виявлені при аналізі двох підприємств спостерігаються: практичні всі підприємства характеризуються від'ємним значенням NOPAT. Ключовим елементом розрахунку вартісно-орієнтованих показників є обчислення ставки витрат на капітал підприємства. У міжнародній практиці середньозважена ставка витрат на капітал позначається як WACC. Зазначений показник має непересічне значення у процесі обґрунтування фінансово-економічних рішень. Він використовується як ставка дисконтування у моделях оцінки вартості підприємств, оцінки інвестиційних проектів та визначення справедливої вартості активів. WACC можна вважати індикатором ризиків фінансування підприємств.

У новітніх науково-практичних дискусіях навколо структури капіталу підприємства представники класичної школи відстоюють позицію, що оптимальним є рівень заборгованості, за якого вартість капіталу є мінімальною. Мінімізацію середньозваженої ставки витрат на капітал, як наголошує професор В.Бройер, слід вважати найбільш адекватним критерієм фінансових рішень [80, с. 58]. Подібної позиції дотримується також Давиденко Н. М., яка вказує, що при визначення структури капіталу слід урахувати чинник фінансової безпеки, а також вартість підприємства та необхідність мінімізації витрат на капітал [81, с.8-11]. Оскільки ставка витрат на капітал характеризує ціну ризику вкладень в конкретний актив, можна стверджувати, що зазначена ставка залежить як від кількісних, так і від якісних фінансових параметрів діяльності підприємства та ринку капіталів у відповідній країні. Класичний алгоритм розрахунку WACC (використовується як ставка дисконтування) має такий вигляд:

$$WACC_T = R_E \cdot \frac{E_{t-1}}{C_{t-1}} + (1 - T)R_D \cdot \frac{D_{t-1}}{C_{t-1}} \quad (2.4)$$

R_E – ставка витрат на власний капітал підприємства, що має борг; R_D – ставка витрат на позичений капітал; E_{t-1} – ринкова вартість власного капіталу в

періоді $t-1$; D_{t-1} – обсяг позиченого капіталу у періоді $t-1$; $C_{t-1} = E_{t-1} + D_{t-1}$ – сума капіталу підприємства у періоді $t-1$; T – податковий мультиплікатор.

Для розрахунку окремих складових середньозваженої вартості капіталу скористаємося рекомендація А. Дамодарана [82] та О. Терещенка [83]. За минулий період (2010-2014рр.) спробуємо обчислити WACC на основі фактичних значень параметрів, що задіяні у розрахунках. Починаючи з 2015р. середньозважену ставку витрат на капітал розраховуватимемо на основі оціночних прогнозних показників. Ключові показники, необхідні для розрахунку WACC, наведені у таблиці 2.7.

Таблиця 2.7

Розрахунок WACC по ПАТ "ЗСК", 2011-2014рр.

Показники	2010	2011	2012	2013	2014
Власний капітал	37,3	35,0	44,2	139,3	141,46
Позичений капітал, у тому числі	97,4	111,7	114,4	25,2	37,07
Довгострокові кредити банків	0	0	0	0	0,8
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	74,0	88,7	89,6	0	0
Короткострокові кредити банків	6,5	0	0	0	10
Зобов'язання, за користування якими експліцитно не сплачуються відсотки	16,9	23,0	24,8	25,2	25,52
Структура капіталу (коефіцієнт заборгованості)	2,6	3,2	2,6	0,2	0,3
Ставка відсотка за позиченим капіталом (експліцитна)	0,6	0,5	0,5	0	16
Безризикова ставка відсотка (rf)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Ринкова премія за ризик ($R_m - r_f$)	12,75	12,5	13,5	14,8	16,25
Систематичний ризик (Unlevered beta, (β_u)) глобальний, харчова промисловість	0,72	0,74	0,74	0,69	0,82
Систематичний ризик (фактор бета) підприємства (β)	2,12	2,56	2,26	0,8	1,02
Ставка податку на прибуток	25	23	21	19	19
Ставка витрат на власний капітал підприємства (RE_{USD})	30,53	35,5	34,01	15,34	20,1
Індекс інфляція в США	101,5	102,96	101,74	101,5	102,14
Індекс інфляції в Україні	109,1	104,56	99,8	100,5	116,18
Ставка витрат на власний капітал підприємства (RE_{UA})	32,87	36,06	33,35	15,18	22,97

Ставка витрат на залучення банківських кредитів	13	-	-	-	
WACC	31,6	36,06	33,35	15,18	22,97

Протягом 2010-2013рр. на ПАТ "ЗСК" мали місце досить низькі показники, що характеризують структуру капіталу. Зокрема, коефіцієнт заборгованості знаходився в діапазоні 2,6-3,2, що, з формального боку, свідчило про високі ризики структури капіталу та залежність від кредиторів. Водночас, за результатами більш детального дослідження цього питання було з'ясовано, що лєвова частка позичкового капіталу була надана в розпорядження підприємства його власником і відображається за статтею «Інші довгострокові фінансові зобов'язання». Так, лише 2009 р. підприємство від французької компанії Bongrain Europe SAS кредит без застави в сумі два мільйони євро під 0,5 відсотка річних – терміном до 2012 року. Цій французькій компанії, що є одним з великих виробників молочної продукції, належить 99,2% акцій звенигородського ПАТ.

Зазначимо, що середній відсоток за використання кредитів для сільськогосподарських підприємств на відповідний період складав близько 9-14 відсотків (в іноземній валюті). Отже, можна стверджувати, що на досліджуваному підприємстві неодноразово мала місце операція кредитування, що заміщає власний капітал.

У кризовій ситуації власники (інші заінтересовані особи стосовно боржника) досить часто вдаються до операцій кредитування, які є субститом вкладень у власний капітал для того, щоб зменшити свої фінансові ризики. Під заінтересованими особами стосовно боржника у цьому контексті розуміються юридичні особи, створені за участю боржника, що здійснюють контроль над боржником, юридичні особи, контроль над якими здійснює боржник або з якими боржник перебуває під контролем третьої особи, власники (учасники, акціонери) боржника, керівник боржника, особи, що входять до складу органів управління боржника, головний бухгалтер (бухгалтер) боржника, у тому числі звільнені з роботи за три роки до порушення провадження у справі про банкрутство, а також особи, які перебувають у родинних стосунках із зазначеними особами та фізичною особою – боржником. У разі банкрутства

таких підприємств, вкладений власниками капітал буде підлягати поверненню в одній черзі разом з іншими незабезпеченими кредиторами. Окрім цього, кредитори-власники можуть бути повноправними учасниками зборів кредиторів боржника з правом вирішального голосу. Цим самим може «розмиватися» частка інших кредиторів. З іншого боку, у разі загрози банкрутства боржника, власники (інші заінтересовані особи) будуть орієнтувати менеджмент на виконання кредитних зобов'язань саме пере ними. Для запобігання зловживання власниками (іншими зацікавленими особами) інструментами кредитування, що є субститутами власного капіталу, на наш погляд доцільно передбачити порядок, згідно з яким, у разі банкрутства суб'єкта господарювання вимоги кредиторів-власників підприємства (інших заінтересованих осіб стосовно боржника) мають погашатися після задоволення претензій усіх інших кредиторів. Окрім цього, у зборах кредиторів боржника такого роду кредитори мають брати участь лише із правом дорадчого голосу, нарівні з кредиторами, вимоги яких увійшли до реєстру вимог кредиторів окремо.

Щодо кредитної ставки, під яку наданий відповідний кредит ПАТ "ЗСК", то вона є досить умовною (0,5% річних). Отже, основна частка витрат підприємства за користування такого роду позиками має імпліцитний (прихований) характер. Відповідні розрахунки за користування позиками здійснюються через механізм трансфертного ціноутворення. Враховуючи вищевикладене, вважаємо, що надані власниками кредити, що є субститутами власного капіталу за трансфертною процентною ставкою за їх ціною можна прирівнювати до власного капіталу. Іншими словами, ставка витрат на позичковий капітал, що є субститутутом власного капіталу має дорівнювати ставці витрат на звичайний власний капітал. Таким чином, протягом 2010-2014рр. капітал підприємства був сформований з власного капіталу, позик, що є субститутами власного капіталу та зобов'язань, за користування якими експліцитно не сплачуються відсотки. Відтак, можна припустити, що обчислення витрат на залучення капіталу має здійснюватися відповідно до методичних підходів, що використовуються для оцінки очікуваної ставки

витрат на власний капітал. Виключення складає лише 2010р. у якому мала місце невелика частка позиченого капіталу, сформованого за рахунок короткострокового банківського кредиту, залученого за ставкою 13 відсотків річних.

Інформація, наведена в таблиці 2.7, а також теза щодо ціни залучення позик, які є субститутами власного капіталу дозволяють зробити висновок, що протягом 2011-2014рр. ставка середньозважених витрат на капітал дорівнювала очікуваній власниками ставці доходності за вкладеннями у вигляді власного капіталу. Для розрахунку ставки витрат на власний капітал скористаємося класичним алгоритмом (Capital Asset Pricing Model):

$$\text{CAPM: } R_e = r_f + (R_m - r_f) \cdot \beta \quad (2.5)$$

Здійснюючи розрахунки з допомогою CAPM як безризикову процентну ставку (r_f) приймемо глобальну без ризикову ставку, яка відповідає доходності 10-річних казначейських облігацій Уряду США. Середньоринкова премія за ризик ($R_m - r_f$) визначається як сума двох компонентів: базової премії за ризик для країн з розвиненим фондовим ринком та додаткова премія за ризик вкладень в країни, що розвиваються (ризик країни). Премія за ризик країни (*country risk premium, CRP*) показує на скільки відсотків слід збільшити премію за ризик, щоб компенсувати додаткові (порівняно з ризиками в країнах з розвиненим фондовим ринком), специфічні для конкретної країни ризики інвестування. Згідно з емпіричними дослідженнями А.Дамодарана, ринкова премія за ризик для країн з ринками що розвиваються залежить від кредитного рейтингу країни, спреду ризику дефолту та інших чинників, що визначають ризики вкладень. В таблиці 2.7 наведені оцінки ринкової премії за ризик, що обґрунтовані у працях А. Дамодарана [84].

Оскільки корпоративні права досліджуваного підприємства не мають обігу на фондовому ринку для розрахунку систематичних ризиків (які позначаються через фактор бета) скористаємося інформацією щодо секторальних бета для відповідної галузі (Food Processing). Для розрахунку бета-фактора, очищеного від впливу фінансових ризиків, що пов'язані зі

структурою капіталу доцільно скористатися відомою адаптаційної формулою Міллера-Модільяні (алгоритм 2.6) [85, с.433-443]:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \cdot \frac{D}{E}} \quad (2.6)$$

Для визначення бета фактора (β_L) досліджуваного підприємства з урахуванням фактичної його структури капіталу та ставки оподаткування слід скористатися наступним алгоритмом:

$$\beta_L = \beta_U \cdot [1 + (1 - T) \cdot D / E] \quad (2.7)$$

Інформація щодо значень очищеного від впливу фінансових ризиків секторального бета та скоригованого на ризик структури капіталу ПАТ "ЗСК" наведено в таблиці 2.7. Різке зниження фактора бета протягом 2013-2014рр. пояснюється суттєвим покращенням структури капіталу підприємства у бік збільшення власного капіталу. Зокрема, у 2013р. додатково розміщено 952 445 880 штук простих іменних акцій, номінальною вартістю 0,1 (десять копійок) гривень кожна, на загальну суму 95 244 588,00 гривень. Задекларована підприємством мета збільшення статутного капіталу – залучення коштів для фінансування поточних господарських потреб Товариства, оновлення його основних засобів, зміцнення матеріально-технічної бази та поповнення обігових коштів для забезпечення господарської діяльності підприємства. Частина отриманих коштів було спрямовано на погашення позики, що була субститутом власного капіталу. Тобто відбулася трансформація позикового капіталу, наданого власниками у власний капітал.

В таблиці 2.7 наведені значення ставки витрат на залучення власного капіталу, яка розрахована з урахуванням окреслених вище рекомендацій. Суттєве зниження відповідної ставки протягом 2013-2014рр. стало результатом зниження фінансових ризиків та бета фактора. Водночас, слід ураховувати, що описані до цього розрахунки та показники ставки витрат на власний капітал були деноміновані в доларах США (RE_{USA}). Для трансформації відповідних доларових процентних ставок у гривневі (RE_{UA}) необхідно скористатися

інформацією щодо індексів інфляції у США (IR_{USA}) та в Україні (IR_{UA}). Для цих цілей слід використати наступну трансформаційну формулу:

$$RE_{UA} = ((1 + RE_{USD}) \cdot \frac{(1 + IR_{UA})}{(1 + IR_{USA})}) - 1 \quad (2.8)$$

Як випливає з даних таблиці 2.7, окрім 2010р, середньозважена ставка витрат на капітал (WACC) дорівнює ставці витрат на власний капітал.

Володіючи інформацією щодо величини вкладеного в операційну діяльність капіталу, доходів до фінансових витрат і після оподаткування та середньозваженої ставки витрат на капітал можна розрахувати вартісно-орієнтовані показники. В таблиці 2.8 наведено результати розрахунків відносного (ROCE) та абсолютного (EVA) вартісно-орієнтованих показників.

Таблиця 2.8

**Розрахунок вартісно-орієнтованих показників по ПАТ "ЗСК",
2011-2014рр.**

Показники	2010	2011	2012	2013	2014
НОРАТ, млн. грн.	5,223	-1,251	+10,960	-0,198	3,060
WACC, %	31,6	36,06	33,35	15,18	22,97
Чисті операційні активи (CE), млн. грн.	113,5	122,2	133,8	139,3	152,26
Абсолютні витрати на капітал, млн. грн.	35,86	44,07	44,63	21,15	34,97
ROCE, %	4,6	-1,02	8,19	-0,15	2
Value-Spread: (ROCEt – WACC), %	-27	-37,08	-25,16	-15,33	-20,97
EVA, млн. грн.	-30,637	-45,32	-33,66	-21,35	-31,92
Δ EVA, млн. грн.		-14,69	+11,66	+12,31	-10,57

Аналіз інформації, наведеної в таблиці 2.8 засвідчує, що за всі роки аналізованого періоду підприємство мало незадовільні значення вартісно-орієнтованих показників. Зокрема, показник EVA у всіх періодах мав від'ємне значення. Діапазон від'ємного EVA склав від мінус 45,35 млн. грн. до мінус 21,35 млн. грн. негативним значенням характеризується також спред показника ROCE та WACC, що означає критичну недостатність рівня рентабельності вкладеного в операційну діяльність капіталу. Єдиним

позитивним результатом проведеного аналізу є додатне значення показника Δ EVA, однак в 2014р. і цей показник опинився у від'ємній зоні. Це означає, що у стратегічному плані підприємство рухається у вірному напрямку.

В додатку В.3. наведені основні чинники, що впливають на вартісно-орієнтовані показники та показник економічної доданої вартості по підприємствах досліджуваної сукупності. Як слідує з наведених в додатку даних, лише 2 підприємства із 31 мають позитивне значення вартісно-орієнтованого показника EVA та різниці між ROCE та WACC. Це означає, що фактично 94 відсотки підприємств характеризуються кризовим станом. Такий висновок корелює з результатами аналізу інтегрованого показника фінансового стану та аналізу чистих активів підприємства. Щоправда, досліджуване ПАТ «ЗСК» характеризується високим рейтинговим класом за результатами інтегральної оцінки та від'ємним значенням вартісно-орієнтованих показників. Натомість порівнюване підприємство 3/24 за всіма трьома критеріями знаходиться в глибокій кризі: висока ймовірність дефолту за результатами інтегрального оцінювання, від'ємне значення чистих активів та вартісно-орієнтованих показників.

Проведемо дослідження проаналізованих вартісно-орієнтованих показників на предмет можливості їх використання як індикаторів фінансового стану та діяльності підприємств у процесі антикризової діагностики. Ключова перевага вартісно-орієнтованих показників над іншими індикаторами фінансової кризи полягає в тому, що вони сигналізують про негаразди на підприємстві в той час, коли інші показники засвідчують фінансову стійкість або ж знаходяться у зоні невизначеності. Поряд із численними перевагами, показник EVA характеризується певними недоліками. Зокрема, складність порівняльного аналізу у динаміці та з іншими підприємствами. Виходячи з внутрішньої природи показника, він зорієнтований на прийняття короткострокових рішень. З іншого боку, на думку окремих фахівців (наприклад, Б. Вайсенбергер, С. Гьобель, Х. Кляйн), у разі раптової кризи, що стала наслідком впливу екзогенних чинників, інструменти вартісно-орієнтованого управління є непридатними для подолання кризи у

короткостроковому періоді. Водночас, на думку зазначених вчених, імплементація вартісно-орієнтованого управління суттєво посилює стійкість підприємств щодо внутрішніх факторів кризи [48, с.9-10]. Це пояснюється тим, що пріоритетним завданням у кризовій ситуації є забезпечення ліквідності. Однак, внутрішніми інструментами відновлення ліквідності є програми зниження витрат та заходи з оптимізації робочого капіталу (зокрема, запасів, дебіторської та кредиторської заборгованості). За їх реалізації покращується також вартісно-орієнтовані показники. Окрім цього, за дефіциту внутрішніх фінансових джерел забезпечення ліквідності, підприємства вимушені залучати кошти інвесторів та кредиторів, фінансові рішення яких так чи інакше зорієнтовані на вартісні показники.

Критики концепції EVA звертають увагу на те, що як чистий операційний прибуток, так і величина чистих операційних активів, що є базовими для розрахунку економічної доданої вартості розраховуються на основі бухгалтерських даних, а отже, існує багато можливостей для маніпулювання цими параметрами. Відтак, показник не є оптимальним індикатором результативності. Окрім цього, за розрахунку EVA не повністю ураховуються альтернативні витрати інвесторів, так як не враховуються очікування щодо їхніх доходів з огляду на ринкову вартість активів. Погоджучись із окресленими критичними моментами, слід, однак, зазначити, що зауваження щодо використання даних фінансової звітності, яка піддається маніпулюванню, можна віднести до будь-якого іншого методичного підходу, що постулюється у науково-практичній літературі.

У проведеному вище аналізі вартісно-орієнтованих показників досліджуваній сукупності підприємств використано комбінацію абсолютного вартісно-орієнтованого показника EVA та показника ROCE. Аналізуючи зазначені показники можемо зробити висновок про факт створення чи генерування вартості. У процесі аналізу було з'ясовано, що протягом досліджуваного періоду 94 відсотків підприємств не створювало додану вартість, а поглинало її. Цей факт підтверджують обидва індикатори: як показник EVA, так і різниця між ROCE та WACC у 29 із 31 підприємств мали

від'ємне значення. По ПАТ «ЗСК», по якому наведено аналіз вартісно-орієнтованих показників у динаміці, спостерігається також незадовільна ситуація: у всіх аналізованих періодах показник EVA мав від'ємне значення, а ROCE був нижчим за середньозважену ставку витрат на капітал. Це означає, що підприємство генерує доходи, що є значно нижчими, ніж очікування інвесторів. У довгостроковому періоді така ситуація може призвести до критичного падіння вартості підприємства та відтоку інвестицій. У процесі реалізації антикризового управління слід вжити заходів щодо покращення вартісно-орієнтованих показників. Частково зазначені заходи уже вживаються на підприємстві. Зокрема, за результатами здійснення операції трансформації боргу у власність вдалося суттєво покращити структуру капіталу та знизити бета фактор. Як наслідок, не дивлячись на несприятливі зовнішні умови господарювання, протягом останніх років підприємству вдалося суттєво знизити середньозважену ставку витрат на капіталу (з 36% до 15%). Водночас, в 2014-2015рр., унаслідок впливу макроекономічних ризиків та політичної нестабільності, ситуація і витратами на капітал суттєво погіршилася. Серед напрямків покращення значень вартісно-орієнтованих показників, зокрема показника ROCE та EVA виокремимо наступні:

- зниження витрат операційної діяльності;
- покращення структури активів на основі удосконалення менеджменту робочого капіталу;
- удосконалення управління інвестиціями в основні засоби;
- покращення структури портфелю інвестиційних вкладень та видів діяльності з метою локалізації інвестиційних проектів, рентабельність яких є меншою, ніж ставка витрат на капітал;
- мобілізація потенціалу збільшення доходів;
- зменшення величини капіталу, замороженого в активах на основі раціоналізації його використання.

За допомогою показника ROCE можна визначити, наскільки продуктивно використовується капітал, вкладений у підприємство, в окремі центри відповідальності чи основі засоби. Водночас, показник доцільно

використовувати у разі аналізу короткострокових вкладень (до 3-5 років). Якщо ж окупність інвестицій складає великий період (більше 5 років), ROCE використовувати недоцільно, оскільки у коротко- та середньостроковій перспективі він може бути від'ємним. Зрозуміло, що антикризові проекти більшості підприємств розраховані на коротко- та середньострокову перспективу, відтак, ROCE для таких проектів буде адекватним індикатором ефективності. Якщо ж мова йде про довгострокові проекти, то у цьому разі доцільно використовувати абсолютні вартісно-орієнтовані показники, які передбачають дисконтування прогнозних грошових потоків.

Таким чином, автономне використання лише абсолютних чи лише відносних вартісно-орієнтованих показників не дозволяє вирішити усіх завдань, що ставляться перед антикризовою діагностикою та моніторингом. Так, використання показника економічної доданої вартості за окремий період може спровокувати виникнення проблеми недо- або переінвестування, прийняття рішень, орієнтованих на короткостроковий період. Як впливає із логіки нашого дослідження, для цілей антикризової діагностики доцільно використати комбінацію відносного вартісно-орієнтованого показника ROCE та абсолютного показника економічної доданої вартості. Останній характеризує величину зміни показника економічної доданої вартості порівняно з попереднім періодом. Зазначимо, що зазначену комбінацію показників складову фінансової комунікації широко використовується такими відомими у світі компаніями як BMW, Siemens, Deutsche Telecom та ряд інших.

Використання вартісно-орієнтованих показників можна вважати інноваційним підходом до антикризової діагностики підприємств. Однак, їх не слід розглядати ізольовано виключно як інструмент діагностики кризового фінансового стану та діяльності підприємств. Вони мають бути інтегровані в цілісну систему антикризового контролінгу, тобто в систему стратегічного та оперативного планування, мотивації, аналізу та контролю. Ізольоване та хаотичне запровадження вартісно-орієнтованого управління може спровокувати внутрішні генератори кризи та підсилити екзогенні негативні чинники впливу на діяльність підприємства.

Враховуючи вищевикладене, можна зробити висновок, що вартісно-орієнтовані показники, як інструменти фінансової діагностики підвищують опір підприємства як проти екзогенних, так і ендогенних факторів кризи. Окрім цього, вартісно-орієнтоване управління позитивно впливає на успішну реалізацію антикризових проектів як короткострокового, так і довгострокового характеру. Для подолання проблеми орієнтації на короткострокові рішення, вартісно-орієнтовані показники мають впроваджуватися у комплексі з іншими інструментами контролінгу, зокрема, із системою збалансованих показників (BSC). Остання дає можливість логічно поєднати результуючі кількісні вартісно-орієнтовані показники із вихідними якісними параметрами, що визначають потенціал зростання вартості. Проблема тут полягає у тому, що запровадження вартісно-орієнтованих показників та системи BSC є несумісними з підприємницькою культурою більшості вітчизняних підприємств, особливі на рівні нижчої ланки менеджменту. Для вирішення цієї проблеми має бути застосований арсенал засобів фінансового контролінгу, зокрема методичного, консультативного, дорадчого, комунікаційного та біхевіористичного характеру. Так, на підприємствах мають бути запроваджені принципи децентралізації рішень, а також посилена відповідальність як вищої, так і нижчої ланки менеджменту за результати діяльності з одночасним запровадження дієвого внутрішнього фінансового контролю. Для цього мають бути розроблені системи мотивації, що прив'язані до вартісно-орієнтованих показників з одного боку та інтегровані у систему збалансованих показників – з іншого.

2.3. Системний підхід до діагностики та раннього попередження фінансової кризи на підприємстві

Враховуючи слабкі місця та недоліки описаних вище методичних підходів до антикризової фінансової діагностики, вважаємо, що жоден із них за його індивідуального використання не в змозі задовольнити усіх вимог, що

ставляться перед антикризовою діагностикою. Вирішити проблематику антикризової діагностики, на наш погляд, до певної міри дозволяє застосування системного підходу. Загалом, системний підхід (англ. *Systems thinking*— системне мислення) характеризує напрям методології досліджень, який полягає у вивченні об'єкта як цілісної множини елементів у їх сукупності та зв'язків між ними, тобто розгляд об'єкта як системи. Ми поділяємо точку зору Ковальова А.І, що системний підхід, який передбачає вивчення економічних процесів як складних систем, що розвиваються та включають елементи, які знаходяться між собою в причинно-наслідковому зв'язку має належати до числа основних вимог до діагностики підприємства [86, 87].

Системний підхід до аналізу діяльності економічних одиниць ґрунтується на розумінні того, що кожна така одиниця являє собою складну систему елементів, об'єднаних безліччю зв'язків як один з одним, так і з зовнішнім середовищем. Не можна аналізувати той чи інший аспект діяльності підприємства ізольовано, це слід робити тільки з урахуванням системних зв'язків. Так, пріоритетною метою фінансовою діагностики є завчасне виявлення ознак фінансової неспроможності (фінансової кризи) підприємства. Найбільш значущими ознаками фінансової неспроможності підприємства, на наш погляд, є наступні:

- фактична неплатоспроможність підприємства, що проявляється у його нездатності своєчасно здійснювати розрахунки за всіма видами своїх зобов'язань;
- загроза неплатоспроможності, яка підтверджується незадовільним станом ключових показників ліквідності та показниками фінансового плану, з яких випливає, що боржник у прогностичному періоді не зможе забезпечити своєчасність виконання своїх зобов'язань перед контрагентами;
- збиткова діяльність, що може призвести до від'ємного значення чистих активів;
- від'ємне значення вартісно-орієнтованих показників та зниження внутрішньої (фундаментальної) вартості компанії до критичного значення.

Згідно із логікою системного підходу до діагностики, вищевказані ознаки не слід розглядати ізольовано, оскільки вони є взаємопов'язаними та взаємозалежними. Зрозуміло, що вартість підприємства залежить як від платоспроможності, так і від прибутковості компанії. З іншого боку, платоспроможність значною мірою залежить від фінансових результатів. Водночас, досить часто, на фінансові результати суттєво впливає здатність підприємства забезпечувати стабільну платоспроможність та ліквідність. Для підприємств, корпоративні права яких мають обіг на ринку, падіння ринкової капіталізації компанії своїм наслідком має обмеження доступу до фінансових ресурсів та зниження рівня платоспроможності. Таким чином, зазначені ознаки фінансової неспроможності вказують лише на домінуючий параметр, який є інтегральним виразом комплексу фінансових чинників, що на нього впливають. Зрозуміло, що в природі відсутній універсальний критерій (чи показник), який зі стовідсотковою гарантією міг би сигналізувати про фінансову неспроможність підприємства. Водночас, кожна із перелічених ознак, на наш погляд, характеризується різним рівнем комплексності та здатності діагностувати потенційну загрозу для підприємств. Описані у попередніх підрозділах методичні підходи спрямовані на діагностування лише однієї (максимум декількох) ознак фінансової кризи. Це вказує на відсутність системності у процесі діагностики.

Необхідність реалізації системного підходу до фінансової діагностики згадується у працях Журавської А.Р., яка зазначає, що діагностика передбачає дослідження стану об'єкта у ретроспективному і перспективному періодах. При цьому, фінансова діагностика підпорядкована економічній, яка розглядається з позицій системного підходу. Це дозволяє не тільки всебічно оцінювати стан об'єкта в умовах неповної інформації, але й виявляти проблеми його функціонування, а також окреслювати шляхи їх вирішення, враховуючи коливання параметрів системи. З позицій даного підходу існує можливість вивчати режими функціонування системи в цілому [88, с.360-361]. Водночас, методичне системного підходу до фінансової діагностики до цього часу залишається не розробленим. Зрозуміло, що системний підхід передбачає

повний і достовірний опис аналізованого об'єкта. Однак, повноту тут не слід розуміти буквально: необов'язково проводити всеосяжний аналіз всіх видів активності підприємства одночасно, оскільки це не завжди доцільно. Слід урахувати всі фактори й елементи, які можуть вплинути на кінцеві висновки і які мають істотне значення для розробки рекомендацій на майбутнє [89, с.30-35]. Вважаємо, що системність у контексті антикризової фінансової діагностики означає урахування усіх параметрів, що визначають фінансовий стан підприємства та його перспективи. Системний підхід має включати як ретроспективну, так і перспективну оцінку об'єкту аналізу, дослідження кількісних та якісних його характеристик, внутрішньої та зовнішньої інформації стосовно підприємства.

У вітчизняній науково-практичній літературі досить вживаним є поняття «комплексний аналіз фінансового стану». Щодо сутності системного та комплексного підходів до дослідження у науково-практичній літературі можна зустріти різні точки зору:

- ототожнення системного та комплексного підходів;
- розуміння комплексного підходу як частини системного;
- віднесення поняття «системність» до сфери пізнання об'єкта, а поняття «комплексність» до сфери управління об'єктом [90, с.17].

На наш погляд, важливим є чітке розмежування комплексного аналізу фінансового стану підприємства та системного підходу до фінансової діагностики. Для цього, з'ясуємо різницю між поняттями «комплекс» та «система», а також визначимо, яке з цих понять підходить до характеристики фінансового стану, оскільки саме фінансовий стан підприємства досліджується у процесі фінансової діагностики. Згідно з тлумачним словником, система (від грецького σύστημα — утворення, складання)— це множина елементів, що утворюють певну цілісність, сукупність частин, пов'язаних спільною функцією та об'єднаних в єдине ціле. Кóмплекс (лат. *Complexus*— поєднання, зв'язок) — сукупність предметів чи явищ, що становлять єдине ціле. Як бачимо зазначені поняття є досить близькими і характеризують об'єкт, що сформувався у результаті об'єднання окремих елементів «у єдине ціле». Однак, у процесі

дослідження певного об'єкту, системний підхід реалізує принцип системності, а комплексний - принцип комплексності. Комплексний підхід можна вважати різновидом системного підходу, який репрезентує сукупність методів та інструментів, що використовуються для дослідження певної системи в цілому та окремих її елементів зокрема.

Системний підхід набуває форми комплексного у разі, якщо мова йде про дослідження систем, до яких входять елементи, що функціонують в інших системах [91]. У процесі фінансової діагностики аналізується фінансовий стан підприємства, який є результатом взаємодії елементів системи фінансових відносин та визначається сукупністю фінансово-економічних факторів, що знаходять свій вираз у системі фінансових показників. Таким чином, для цілей фінансової діагностики є повністю виправданим використання системного підходу, який передбачає багаторівневе та багатопланове вивчення об'єкта, в ході якого формується декілька моделей, що відображають об'єкт у різних площинах та на різних рівнях [90, с. 16]. На відміну від комплексного, системний підхід передбачає координацію усіх ланок, що входять у систему. Зазначена характеристика системного підходу логічно вписує його у систему фінансового контролінгу на підприємстві. Загалом, до основних принципів системної антикризової фінансової діагностики, на наш погляд, можна віднести принципи об'єктивності, незалежності (нейтральності), своєчасності, системності, комплексності, економічності.

Принцип об'єктивності означає, що методи діагностики мають спиратися не лише на суб'єктивні оцінки аналітиків та дослідженні якісних критеріїв, а й на аналітичних процедурах, що можуть бути перевірені третіми сторонами. Об'єктивність методів фінансової діагностики має бути підтверджена емпіричними дослідженнями з використанням достатнього масиву інформації. Принцип незалежності спрямований на забезпечення нейтральності фінансових аналітиків та убезпечення інформації, яка необхідна для діагностики від впливу та маніпулювання з боку третіх осіб. Інформація, що завуальовує реальний фінансовий стан підприємства у процесі діагностики має бути ідентифікована та розкрита. Принцип своєчасності означає, що симптоми кризи мають бути

своєчасно ідентифіковані для того, щоб забезпечити вчасне реагування на них. Принцип системності спрямований на забезпечення максимально повного та всебічного аналізу усіх фінансових параметрів підприємства. Принцип комплексності означає використання сукупності аналітичних методів та процедур. Принцип економічності має забезпечити економічну ефективність діагностичних процедур. Це означає, що витрати на здійснення фінансової діагностики мають перевищувати ефект від застосування інформації, що є продуктом антикризової фінансової діагностики.

На дивлячись на те, що опис комплексного фінансового аналізу наведено практично в кожному підручнику у сфері фінансів підприємств, його визначення здебільшого подається досить розмито. Так, за версією Шеремета О.О., комплексний фінансовий аналіз - це сукупність заходів, спрямованих на збір, узагальнення та обробку вхідної фінансової інформації, з метою ідентифікації економічного потенціалу об'єкта аналізу, а також форма подання результатів такої ідентифікації [92]. Такого роду визначення мають форму анотації, не дають змоги ідентифікувати сутність досліджуваного поняття та не відповідають критеріям системності. Костирко Р.О. зазначає, що комплексний підхід до фінансового аналізу підприємства ґрунтується на єдності статичного та динамічного підходу [69, с. 591]. На переконання авторів підручника «Фінанси підприємств» під редакцією професора А.М. Поддєрьогіна, для комплексного аналізу фінансового стану підприємства необхідно оцінити тенденції найбільш загальних показників, які з різних сторін характеризують фінансовий стан підприємства. До показників та факторів доброго фінансового стану підприємства при цьому відноситься стійка платоспроможність, ефективне використання капіталу, своєчасна організація розрахунків, наявність стабільних фінансових ресурсів [93].

Практично всі автори, які досліджують комплексний підхід до фінансового аналізу чи фінансової діагностики концентруються на аналізі показників минулих періодів. При цьому ігноруються якісні параметри фінансового стану, прогнозні оцінки та вартісно-орієнтовані показники [54, 94, 95]. Таким чином, комплексний аналіз, у традиційному розуміння не відповідає

принципам, що ставляться до системної фінансової діагностики. У контексті фінансової діагностики слід проаналізувати систему фінансових параметрів, від яких залежить потенційна життєздатність підприємства. До таких параметрів, на наш погляд, слід віднести:

- ліквідність та платоспроможність (у тому числі на перспективу);
- структуру капіталу та активів;
- оборотність капіталу та активів;
- прибутковість та рентабельність підприємства;
- якісні фінансові параметри підприємства, зокрема, фінансові ризики;
- вартість підприємства та її динаміку.

Таким чином, системний підхід до фінансової діагностики полягає у комплексному дослідженні системи факторів та параметрів фінансового стану підприємства. На відміну від цього, комплексне дослідження означає використання комплексу аналітичних методів. Необхідність застосування системного підходу до фінансової діагностики зумовлена тим, що жоден із представлених вище в дисертації методів не виконує усіх вимог, що ставляться до діагностики. В таблиці 2.9 наведено індикатори успішності фінансово-господарської діяльності підприємств вибіркової сукупності та якості їх фінансового стану, які репрезентують різні методичні підходи до фінансової діагностики: традиційний підхід, рейтинговий аналіз інтегрального показника та вартісно-орієнтований підхід. Окрім цього, наведено значення чистих активів, який також можна вважати досить інформативним індикатором фінансового стану підприємств. Як впливає із даних, наведених в таблиці 2.9, практично по всіх підприємствах спостерігається однозначна картина глибокої фінансової кризи. Традиційні показники фінансового стану (коефіцієнт покриття, коефіцієнт фінансової незалежності, рентабельність власного капіталу та оборотність оборотних активів) знаходяться на незадовільному рівні.

Таблиця 2.9

Фінансова діагностика підприємств досліджуваної сукупності з використанням різних методичних підходів, 2014р.

Підприємство	Коеф. покр.	Коеф. структ. капітал	ROE	Коеф. об. акт.	Показник Z	WACC %	ROCE %	Чисті активи	EVA
1/19	1,5	0,17	0,60	5,68	1,76	24,38	34,63	8477	3330,2
2/20	1,40	0,13	-0,04	0,79	-0,27	21,82	0,28	-20869	-30170
3/24	0,97	0,02	-2,59	0,35	-0,78	25,12	8,67	-268177	-132578
4/64	0,26	-0,86	-2,77	13,57	-3,17	22,62	-115,0	-6 733	-3696,4
5/79	0,32	-0,12	-0,30	4,50	-0,90	21,81	-187,0	-1 201	-1530,8
6/101	0,64	-0,74	0,15	0,73	-2,39	24,55	2,95	-434 284	-180860
7/147	0,94	-0,27	-0,22	0,13	-2,29	22,47	-10,04	-26 136	-18695
8/177	0,40	-1,12	-0,46	3,06	-4,10	23,80	-2,67	-125 403	-48293
9/188	0,76	-0,03	-0,53	0,68	-0,92	23,30	-10,14	-23 654	-22053
10/192	0,77	-0,17	-0,96	2,78	-1,43	23,19	-2,21	-8 340	-10304
11/207	0,66	-0,37	-0,08	3,71	-1,60	22,73	1,91	-1 977	-1436,5
12/214	0,15	-1,16	-1,07	1,29	-5,47	22,20	-52,29	-41 564	-16709
13/242	0,83	-0,28	-0,56	0,08	-1,42	24,42	2,53	-27 694	-10648
14/246	1,04	0,10	-0,73	0,78	-1,00	23,44	-22,28	-3 138	-22286
15/275	1,85	-0,12	0,00	0,50	-0,75	23,68	0,25	-50 579	-84536
16/277	0,55	-0,04	2,21	3,40	-0,68	25,19	32,09	-11 323	1602,19
17/286	1,48	0,00	-0,26	1,66	-1,78	19,96	-8,60	-13 095	-86571
18/299	0,07	-0,49	-0,53	2,36	-2,86	23,43	5,38	-8 589	-5216,5
19/312	1,16	-0,25	-0,57	0,85	-1,65	23,17	4,47	-40 791	-13172
20/315	1,10	-0,15	-2,98	0,48	-1,32	24,97	2,35	-54 454	-30767
21/325	0,76	-0,01	-0,39	0,60	-0,69	24,21	21,57	-7 072	-2088,5
22/334	0,58	0,19	0,07	1,00	-0,36	23,56	-17,05	1 657	-25132
23/365	0,46	0,22	-0,44	3,29	-0,25	24,24	-44,96	-341	-3113,6
24/394	3,02	0,02	-1,46	0,97	-0,47	24,98	15,22	-43 977	-85321
25/396	1,48	-1,69	0,01	3,09	-4,96	21,17	4,59	-100 797	-64786
26/402	2,17	-0,02	-0,01	0,65	-0,71	24,95	0,10	-13 494	-95870
27/411	1,26	-0,05	-0,16	3,41	-0,80	21,74	6,80	-11 841	-21002
28/423	0,48	-0,39	-0,31	1,01	-2,48	20,79	-19,69	-15 535	-11084
29/425	0,55	0,01	-0,49	0,60	-0,80	20,68	-26,11	-11 042	-15442
30/428	14,52	-1,13	-0,36	1,61	-3,20	24,57	-6,74	-41 788	-26127
31/500	3,69	0,85	0,01	3,58	1,91	22,97	2,00	-97 438	-31920

Аналіз значень інтегрального показника фінансового стану також дозволяє зробити аналогічні висновки: рівень загрози дефолту переважної більшості підприємств є надзвичайно високий, а рейтингові класи – низькі. Подібна картина має місце за аналізу вартісно-орієнтованих показників: абсолютний показник економічної доданої вартості має від’ємне значення, а

відносний показник ROCE є нижчим, ніж ставка витрат на капітал. Виключення становлять лише два підприємства: 1/19 та 31/500, які, в цілому засвідчують достатньо високі показники фінансового стану. Водночас, відсутність кризи по першому із згаданих підприємств не викликає сумніву, оскільки практично за всіма підходами мають місце позитивні висновки щодо якості фінансового стану. Однак, по підприємству 31/500 (ПАТ «ЗСК») незадовільними є вартісно-орієнтовані показники, у той час, як усі інші засвідчують відсутність кризи. Для такого роду підприємств, за відсутності однозначної картини за використання різних методичних підходів необхідним є додатковий аналіз з використанням логіки системного підходу.

В таблиці 2.10 наведено аналіз ключових індикаторів фінансового стану ПАТ «ЗСК» в динаміці. Аналіз наведеної в таблиці 2.9 інформації дає можливість зробити наступні висновки:

по-перше, показники фінансового стану, що репрезентують традиційну фінансову діагностику показують достатньо високий рівень фінансової стійкості підприємства. Так, досить високими є показники ліквідності та платоспроможності. Вони засвідчують позитивну динаміку. Задовільними є показники, що характеризують структуру капіталу. Водночас, помірними є показники рентабельності та оборотності за EBITDA. Водночас, автономний аналіз фінансових показників згідно з традиційним підходом не дозволяє зробити однозначних висновків щодо кризових процесів на підприємстві;

по-друге, інтегральний показник фінансового стану засвідчує позитивну динаміку та характеризує фінансовий стан як стійкий, якому не загрожує фінансова криза. Рейтинговий клас підприємства підвищився з 4-го класу у 2011 р. до першого – у 2013р., що свідчить про досить низький рівень ймовірності дефолту підприємства;

по-третє, вартісно-орієнтовані показники (EVA та спред ROCE-WACC), як уже зазначалося вище характеризуються від'ємними значеннями. Це свідчить про невідповідність доходності підприємства очікуванням інвесторів, що впливають із рівня ризиковості вкладень та альтернативної доходності.

Таблиця 2.10

**Індикатори раннього попередження фінансової кризи по ПАТ "ЗСК",
2011-2014рр.**

Показники	2010	2011	2012	2013	2014
Коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня)	3,01	3,48	3,58	3,69	3,5
Проміжний коефіцієнт покриття	1,74	1,95	2,12	1,97	1,5
Коефіцієнт фінансової незалежності	0,28	0,24	0,28	0,85	0,8
Коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом	0,56	0,50	0,61	1,87	1,8
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,17	-0,04	0,17	0,01	0,1
Коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ)	0,03	0,01	0,06	0,01	0,01
Коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами від звичайної діяльності (ЕВІТДА)	0,09	0,03	0,08	0,04	0,04
Коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком	0,07	-0,02	0,06	0,01	0,01
Коефіцієнт оборотності оборотних активів	2,76	3,07	3,26	3,58	3,5
Коефіцієнт оборотності позичкового капіталу за фінансовими результатами від звичайної діяльності (ЕВІТДА)	0,19	0,06	0,21	0,46	0,5
Інтегральний показник Z	0,45	0,20	0,49	1,91	В.і
Рейтинговий клас	3	4	3	1	В.і
ROCE, %	4,6	-1,02	8,19	-0,15	2
Value-Spread: (ROCEt – WACC), %	-27	-37,08	-25,16	-15,33	-20,97
EVA, млн. грн.	-30,637	-45,32	-33,66	-21,35	-31,92
Δ EVA, млн. грн.	-	-14,69	+11,66	+12,31	-10,57

Таким чином, дані таблиці 2.10 засвідчили, що вартісно-орієнтовані показники здатні сигналізувати про фінансові негаразди на підприємстві у випадках, коли інші індикатори та методи не здатні сигналізувати про наявність на підприємстві проблем, а показують відмінні значення. У цьому зв'язку, виникає логічне запитання, чи відповідають вартісно-орієнтовані показники усім вимогам та критеріям, які висуваються до системної антикризової фінансової діагностики. Серед таких критеріїв виокремимо наступні:

- забезпечення кількісної оцінки основних фінансових параметрів фінансового стану на основі звітних даних минулих періодів;
- урахування якісних характеристик фінансово-господарської діяльності підприємства;
- сигналізування незадовільних результатів діяльності підприємства;
- своєчасне виявлення ймовірності дефолту;
- урахування фінансово-економічних ризиків та імпліцитних витрат на капітал.

Застосуванням для цілей антикризової фінансової діагностики вартісно-орієнтованого підходу ми можемо завчасно виявити окремі симптоми фінансової кризи, однак, ряд параметрів фінансового стану за допомогою вартісно-орієнтованої діагностики продіагностувати досить складно. Перш за все це стосується оборотності ресурсів, ліквідності та платоспроможності підприємства. До певної міри цю проблему дозволяє вирішити застосування інтегрального показника фінансового стану. Водночас, зазначений показник розраховується на основі звітних даних і дозволяє оцінити лише посередньо, на основі припущення, що зафіксовані в минулому тенденції будуть збережені у майбутніх періодах. Окрім цього, недоліком інтегрального показника фінансового стану є те, що він ураховує лише кількісні характеристики діяльності підприємства, які впливають із фінансової звітності. Поза увагою аналітика залишаються якісні параметри, імпліцитні витрати на капітал та прогнозні оцінки.

Слабким місцем як інтегральної, так і вартісно-орієнтованої фінансової діагностики є недостатній рівень оцінки потенційної платоспроможності підприємства. Це є наслідком неврахування у процесі аналізу актуальних та потенційних показників чистих грошових потоків підприємств. Як зазначає Грешко Р.І., індикатори грошових потоків суттєво впливають на рівень платоспроможності підприємств [96, с.138]. Одним із шляхів вирішення цієї проблеми є розрахунок прогнозних значень коефіцієнта покриття боргу. Коефіцієнт розраховується як відношення суми чистого руху коштів від операційної та інвестиційної діяльності (без урахування сум нарахованих

відсотків) до вимог з обслуговування та погашення заборгованості на відповідний фінансовий рік. Показник характеризує здатність аналізованого підприємства обслуговувати залучені позики у майбутньому, тобто характеризує прогнозний рівень платоспроможності. Для розрахунку прогнозних значень коефіцієнта покриття боргу необхідно розробити прогнози руху грошових коштів підприємства. Зрозуміло, що підприємство здатне обслуговувати свої зобов'язання, якщо прогнози чистих грошових потоків від операційної та інвестиційної діяльності перевищуватимуть планові платежі з виконання зобов'язань перед банками та комерційними кредиторами. Коефіцієнт вважається достатнім, якщо його значення перевищує 1,0. Розрахунок прогнозного коефіцієнта покриття боргу пропонується здійснювати за формою, наведеною в додатку Д. Прогнози слід здійснювати за принципом револьверності з кроком в один квартал та прогнозним горизонтом в чотири квартали. У розрахунках рекомендується урахувувати також прогнози щодо залучення коштів на основі залучення додаткових внесків інвесторів до власного капіталу, а також стану коштів на початок прогнозного періоду на банківських рахунках (з урахуванням можливих фінансових позик). Наведені в таблиці показники розраховані на базі екстраполяції, з урахуванням експертних оцінок динаміки окремих показників (з урахуванням якісних чинників впливу), інвестиційних планів, планів фінансових результатів. Як випливає з наведеної в додатку Д інформації, прогнозні значення коефіцієнта покриття боргу знаходяться на достатньо високому рівні. Це означає, що за досягнення прогнозних показників, підприємство забезпечуватиме високий рівень платоспроможності. Підхід базується на прогнозуванні платоспроможності не враховує, однак, імпліцитні витрати на капітал, а також інші фінансові параметри, які характеризують результативність підприємства та його здатність виконувати свої зобов'язання у довгостроковому періоді.

Таким чином, ми дослідили три методичних підходи до фінансової діагностики: розрахунок інтегрального показника фінансового стану, аналіз вартісно-орієнтованих показників та прогнозування показника покриття боргу (експертне прогнозування платоспроможності). Жоден із висвітлених

методичних підходів у повній мірі не виконує критеріїв ефективної фінансової діагностики. В таблиці 2.11 наведено аналіз відповідності описаних методичних підходів критеріям ефективності.

Таблиця 2.11

Відповідність індикаторів антикризової діагностики критеріям виявлення фінансової неспроможності

Індикатор Критерії	Інтегральний показник фінансового стану (Z)	Вартісно-орієнтовані показники	Прогнозування показника покриття боргу
Кількісна оцінка основних фінансових параметрів фінансового стану на основі звітних даних минулих періодів	+	±	±
Сигналізування ймовірності дефолту	+	-	+
Сигналізування незадовільних результатів діяльності	+	+	-
Урахування якісних параметрів діяльності	-	+	+
Урахування імпліцитних витрат на капітал	-	+	-

Як бачимо, основним недоліком інтегральної фінансової діагностики є неврахування якісних параметрів діяльності підприємства та імпліцитних витрат на капітал. Вартісно-орієнтовані показники не дають змогу у повній мірі оперативно сигналізувати загрозу дефолту. Окрім цього, за вартісно-орієнтованого підходу ураховуються не всі параметри фінансового стану підприємства. Натомість підхід на основі прогнозування показника покриття боргу ігнорує імпліцитні витрати на капітал та досягнуті показники результативності діяльності, лише частково враховує основні фінансові параметри діяльності підприємства. Це означає, що за автономного використання, жоден із підходів не дасть об'єктивної картини щодо загрози фінансової неспроможності. Відтак, кожен із обґрунтованих підходів лише частково виконує завдання, що ставляться перед фінансовою діагностикою. У випадку фінансової діагностики ПАТ "ЗСК", два із описаних методичних підходів (інтегральний показник фінансового стану та прогноз показника

покриття боргу) засвідчили відсутність загроз для підприємства, однак, вартісно-орієнтована діагностика виявила загрози для підприємства.

У цьому контексті, виникає логічне запитання, яким чином має бути побудована системна фінансова діагностика. Очевидно, що вона має включати в себе всі три із наведених вище підходи. Питання, однак, полягає у пріоритетності та об'єктивності результуючих індикаторів за кожним із підходів та у способі їх поєднання в єдину систему. Для вирішення цього питання спочатку проведемо ранжування зазначених індикаторів за критерієм об'єктивності та достовірності розрахунків:

1) Інтегральний показник (Z) - найбільш об'єктивний та достовірний, оскільки розраховується на основі даних офіційної звітності.

2) Вартісно-орієнтований показник (EVA або ROCE) – є менш достовірним, порівняно із Z показником, оскільки частина параметрів, що задіяна до його розрахунку є результатом експертних оцінок.

3) Прогнозний показник покриття боргу – розраховується на базі прогнозів, які за своєю природою є досить суб'єктивними, відтак цей показник є найменш достовірним та об'єктивним.

На наступному етапі побудови системної діагностики фінансового стану проведемо ранжування індикаторів за критерієм пріоритетності при виконанні завдань фінансової діагностики:

1) Прогнозний показник покриття боргу – у контексті фінансової діагностики характеризується найвищим рівнем пріоритетності. Це зумовлено тим, що він безпосередньо сигналізує про загрозу неплатоспроможності у наступних періодах, виходячи із наявних прогнозів. Зрозуміло, що зазначені прогнози характеризуються високим рівнем суб'єктивності. Саме тому, у разі, якщо навіть суб'єктивні оптимістичні прогнози вказують на недостатність показника покриття боргу, це є свідченням серйозної загрози неплатоспроможності.

2) Інтегральний показник (Z) вважатимемо наступним за пріоритетністю з точки зору попередження кризової ситуації, оскільки в ньому знаходять свій

вирах ключові фінансові параметри підприємства, що розраховані на основі звітності минулих періодів.

3) Вартісно-орієнтований показник (EVA або ROCE) – третій за пріоритетністю, оскільки він безпосередньо не сигналізує про загрозу неплатоспроможності у короткостроковому періоді, а попереджує про негаразди підприємства у стратегічному періоді.

Враховуючи окреслені пріоритети, в таблиці 2.12 наведена побудована дисертантом модель системної фінансової діагностики підприємства. Модель репрезентує системний підхід до фінансової діагностики і логічно поєднує три ключових компоненти, що дозволяють з високим рівнем об'єктивності діагностувати фінансові загрози та ідентифікувати глибину фінансової кризи підприємства.

Таблиця 2.12

Модель системної фінансової діагностики підприємства

<i>Прогноз покриття боргу</i>	<i>Вартісно-орієнтований показник</i>	<i>Рейтинговий клас (Показник Z)</i>		
		Високий (1-3)	Середній (4-7)	Низький (8-9)
Показник покриття боргу достатній	Додатній вартісно-орієнтований показник	AAA	AA	CCC
	Від'ємний вартісно-орієнтований показник	A	BVB	CC
Показник покриття боргу недостатній	Додатній вартісно-орієнтований показник	BV	B	D
	Від'ємний вартісно-орієнтований показник	C	D	D

В таблиці 2.13 наведено розшифровку рейтингових класів, що зафіксовані в моделі системної фінансової діагностики. Слід зазначити, що рейтинговий клас у пропонованій моделі не характеризує ймовірність дефолту підприємства. Мова йде про системний індикатор, який втілює в собі як загрози дефолту в коротко- та довгостроковому періодах, так і стратегічний потенціал генерування вартості компанії.

З метою апробації пропонованої системи, з'ясуємо рейтинговий клас досліджуваного підприємства – ПАТ «ЗСК» станом на кінець 2013р. за методом системної діагностики. Враховуючи високий клас за інтегральним показником

(клас 1), достатнє значення прогнозного показника покриття боргу у наступних періодах (28-29), а також від'ємне значення вартісно-орієнтованого показника (-21,35 млн. грн.) підприємству доцільно присвоїти системний рейтинг фінансової діагностики на рівні «А». Це означає, що існує загроза фінансової кризи у стратегічній перспективі у зв'язку з відтоком інвесторів через низький рівень генерування вартості. Проведемо тепер ретроспективну системну фінансову діагностику за 2010-2012 рр. При цьому будемо виходити з припущення, що прогнози показника покриття боргу були позитивними. На кінець 2010 р. системний рейтинг підприємства склав А, на кінець 2011 – ВВВ, а на кінець 2012р. знову А.

Таблиці 2.13

**Рейтингова шкала системної фінансової діагностики підприємств
трансформована до стандартних рейтингових символів**

Рейтинговий клас	Пояснення
AAA	Відсутність загрози фінансової кризи
AA	Мінімальний рівень загрози фінансової кризи у зв'язку із наявністю певного рівня загрози дефолту у середньостроковому періоді
A	Можлива загроза фінансової кризи у стратегічній перспективі у зв'язку з відтоком інвесторів через низький рівень генерування вартості
ВВВ	Можлива загроза фінансової кризи у середньостроковому періоді у зв'язку з відтоком інвесторів та наявністю певного рівня загрози дефолту
ВВ	Середня загроза фінансової кризи у зв'язку з негативними прогнозами щодо платоспроможності
В	Середня загроза фінансової кризи у зв'язку з негативними прогнозами щодо платоспроможності, які підкріплені загрозою дефолту у середньостроковому періоді
ССС	Вище середньої загроза фінансової кризи у зв'язку з негативними прогнозами щодо неплатоспроможності, високими витратами на залучення капіталу. Водночас, загроза дефолту, що сигналізується інтегральним показником є мінімальною.
СС	Високий рівень загрози фінансової кризи, що зумовлено переддефолтним станом фінансової звітності та високими ризиками залучення капіталу
С	Стан фінансової кризи, що характеризується негативними прогнозами щодо платоспроможності та потенціалу зростання вартості із низьким рівнем загрози дефолту, що впливає зі стану звітності
Д	Глибокий стан фінансової кризи, що характеризується критичним значенням більшості фінансових параметрів підприємства.

Пропонована в таблицях 2.12-2.13 модель системної фінансової діагностики підприємств доцільно використовувати для аналізу суб'єктів

господарювання щодо яких за результатами інтегрального оцінювання та вартісно-орієнтованої діагностики не можливо зробити однозначних висновків щодо загрози (чи рівня) фінансової кризи. Мова йде про підприємства, які мають високі значення інтегрального показника та від'ємне значення вартісно-орієнтованих індикаторів або ж навпаки. Для підприємств, які характеризуються від'ємними вартісно-орієнтованими показниками, від'ємними значенням чистих активів, а також низьким рейтинговим класом (наприклад, підприємство 3/24) можна зробити однозначні висновки щодо їх фінансової кризи без залучення прогностичних значень показника покриття боргу. Не дивлячись про високий рівень пріоритетності цього показника, він усе ж носить суб'єктивний характер, оскільки визначається на основі прогнозів. У разі, якщо є можливість зробити однозначні висновки за результати інтегрального та вартісно-орієнтованого аналізу, таким підприємствам присвоюється клас D, що свідчить глибокий стан фінансової кризи. Як впливає з даних, наведених в таблиці 2.9, більше 90 відсотків підприємств вибіркової сукупності характеризуються саме станом глибокої кризи.

Переваги пропонованої моделі фінансової діагностики над іншими полягають в тому, що наведені у ній індикатори не лише сигналізують про загрозу (чи стан) фінансової кризи, а й вказують ключові фактори, які її зумовлюють. Підхід дає змогу подолати проблему невизначеності, коли окремі індикатори вказують на фінансову стійкість підприємства, а інші – про фінансову кризу. Причому, укрупнені індикатори (показник покриття боргу, інтегральний показник фінансового стану та вартісно-орієнтований показник) можуть бути деталізовані, шляхом їх розкладу на чинники, що впливають на результуючу змінну. Зокрема, незалежні змінні (фінансові показники) що впливають на інтегральний показник фінансового стану були вичерпно описані в п.2.1 дисертаційного дослідження, а чинники, які впливають на стан показника покриття боргу наведено в схемі розрахунку показника. Для ідентифікації факторів, що впливають на вартісно-орієнтований показник доцільно побудувати логічно-дедуктивну схему із розщепленням ключового

показника на окремі фактори (побудова дерева факторів вартості, в якому у схематичному вигляді наводиться ієрархія факторів).

Висновки до розділу 2

За результатами проведеного у другому розділі дисертації дослідження можна сформулювати такі висновки і пропозиції:

1. Завданням антикризової фінансової діагностики є своєчасне виявлення загрози фінансової кризи, оцінка її глибини та потенціалу подолання. Результати фінансової діагностики є важливими не стільки для внутрішніх користувачів інформації щодо підприємства, скільки для зовнішніх адресатів. Особливістю діагностики, яка реалізується у рамках антикризового фінансового контролінгу є те, що вона має бути інтегрована у систему раннього попередження та реагування, а також процеси планування і контролю на підприємствах. Інструменти фінансової діагностики слід застосовувати з метою раннього попередження фінансової кризи, а моніторинг фінансового стану та діяльності доцільно здійснювати на етапі реалізації антикризової концепції.

2. Інноваційним підходом до антикризової фінансової діагностики підприємств можна вважати застосування для цих цілей вартісно-орієнтованих показників. Використання цих показників дозволить оперативно реагувати на негативні фактори, що можуть вплинути на вартість компанії. Впровадження в систему діагностики вартісно-орієнтованої складової сприятиме підвищенню опору підприємства як проти екзогенних, так і проти ендогенних факторів кризи. У цьому зв'язку, концепція вартісно-орієнтованого контролінгу має бути доповнена елементом антикризової фінансової діагностики.

3. Суттєвою проблемою при розрахунку вартісно-орієнтованих показників є визначення порядку урахування імпліцитних витрат за зобов'язаннями за якими офіційно не сплачуються відсотки за їх користування, наприклад, кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги. Ми виходимо із припущення, що за звичайних економічних відносин, безоплатного комерційного кредитування бути не може, оскільки це суперечить раціональній економічній поведінці. Відтак, прихована (імпліцитна) плата за користування

такого роду капіталом включена в ціну товарів, робіт, послуг, а отже є складовою витрат, які безпосередньо впливають на фінансові результати від операційної діяльності. Для уникнення подвійного урахування одних і тих же витрат, для цілей розрахунку вартісно-орієнтованих показників, недоцільно ураховувати зазначені зобов'язання, оскільки плата за їх користування уже імпліцитно врахована при визначенні NOPAT.

4. Автономне використання лише абсолютних чи відносних вартісно-орієнтованих показників не дозволяє вирішити усіх завдань, що ставляться перед антикризовою діагностикою та моніторингом. Для цих цілей доцільно використати комбінацію відносного вартісно-орієнтованого показника ROCE та абсолютного показника економічної доданої вартості. Останній характеризує величину зміни показника економічної доданої вартості порівняно з попереднім періодом. Зазначені показники не слід розглядати ізольовано виключно як інструмент діагностики кризового фінансового стану. Вони мають бути інтегровані в цілісну систему антикризового контролінгу, тобто в систему стратегічного та оперативного планування, мотивації, аналізу та контролю. Ізольоване та хаотичне запровадження вартісно-орієнтованого управління може спровокувати внутрішні генератори кризи та підсилити екзогенні негативні чинники впливу на діяльність підприємства.

5. На основі дослідження переваг та недоліків окремих методичних підходів до антикризової фінансової діагностики, доведено, що жоден із них за його індивідуального використання не в змозі задовольнити усіх вимог, що ставляться перед антикризовою діагностикою. Вирішити проблематику антикризової діагностики, на наш погляд, до певної міри дозволяє застосування системного підходу. Системний підхід до фінансової діагностики полягає у комплексному дослідженні системи факторів та параметрів фінансового стану підприємства. Комплексне дослідження у цьому контексті означає використання комплексу аналітичних методів до окремих факторів та параметрів фінансового стану.

6. Обґрунтований в роботі системний підхід до фінансової діагностики включає в себе поєднання елементів трьох методичних підходів: прогнозування

платоспроможності на основі розрахунку показника покриття боргу, визначення інтегрального показника фінансового стану на основі аналізу звітної інформації, оцінку потенціалу зростання вартості на основі розрахунку вартісно-орієнтованих показників. Рекомендована система забезпечує кількісну оцінку основних параметрів фінансового стану на основі звітних даних минулих періодів, сигналізує про незадовільні результати діяльності, а також про ймовірність дефолту, ураховує якісні параметри діяльності та імпліцитні витрати на капітал. Системний підхід доцільно використовувати, якщо результати діагностики з використанням інших аналітичних підходів є неоднозначними, тобто не дозволяють зробити чіткі висновки щодо стану підприємства.

7. У кризовій ситуації власники (інші заінтересовані особи стосовно боржника) для зменшення своїх фінансових ризиків можуть вдаватися до операцій кредитування, які є субститутом вкладень у власний капітал. Через це, у разі банкрутства боржника «розмивається» частка інших кредиторів на зборах кредиторів та зменшується величина ліквідаційної маси, на яку претендуватимуть звичайні кредитори. Для запобігання зловживання власниками (іншими зацікавленими особами) інструментами кредитування, що є субститутами власного капіталу, на наш погляд доцільно передбачити порядок, згідно з яким, у разі банкрутства боржника вимоги кредиторів-власників підприємства (інших заінтересованих осіб стосовно боржника) мають погашатися після задоволення претензій усіх інших кредиторів. Окрім цього, у зборах кредиторів боржника такого роду кредитори мають брати участь лише із правом дорадчого голосу, нарівні з кредиторами, вимоги яких не увійшли до реєстру вимог кредиторів або увійшли окремо.

Основні результати дисертаційного дослідження, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [46, 97, 98, 99].

РОЗДІЛ 3.

НАПРЯМКИ ВИКОРИСТАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ ІНСТРУМЕНТІВ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ

3.1. Стратегічне та оперативне плануванні антикризових заходів

Важливою складовою антикризового фінансового контролінгу є обґрунтування інновацій у фінансово-господарську діяльність підприємств. Мова йде як про інноваційні види продукції, інноваційні технологічні процеси, так і про інноваційні підходи до обґрунтування фінансово-економічних рішень. У контексті антикризового контролінгу мова йде про широке впровадження новітніх технологій у процесі стратегічного та оперативного планування антикризових заходів, управління витратами, контролю якості реалізації антикризової програми.

Планування антикризових заходів є ключовим елементом антикризового управління та фінансової санації підприємств. На наш погляд, слід виокремлювати два типи планування антикризових заходів: профілактичний та санаційний. Перший тип реалізується на етапі профілактики фінансової кризи: плануються заходи, спрямовані на недопущення фінансової кризи. Мова йде про планування заходів у рамках підсистеми раннього попередження та реагування. Якщо ж система управління ризиками відсутня і підприємство опинилося у фінансовій кризі, то слід перейти до другого, оздоровчого етапу, який передбачає застосування оздоровчого типу антикризового планування - планування фінансової санації. Планування антикризових заходів значною мірою підлягає законодавчому регулюванню. Це пов'язано з тим, що банкрутство підприємства торкається широкого спектру учасників фінансових відносин. Нормативно-правове регулювання у цій сфері зумовлено необхідністю створення запобіжників для уникнення маніпуляцій та зловживань окремими групами інтересів. Згідно законодавства України, процедуру санації боржника до порушення провадження у справі про банкрутство може бути введено за наявності:

- відповідної письмової згоди власника майна (органу, уповноваженого управляти майном) боржника;
- відповідної письмової згоди кредиторів, загальна сума вимог яких перевищує п'ятдесят відсотків кредиторської заборгованості боржника згідно з даними його бухгалтерського обліку;
- плану санації, який повинен бути письмово погоджений усіма забезпеченими кредиторами та схвалений загальними зборами кредиторів боржника.

Антикризові заходи на відповідному етапі фінансової кризи спрямовані на вирішення проблематики фінансової кризи до порушення провадження у справі про банкрутство. Законом України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» передбачено, що план санації боржника до порушення провадження у справі про банкрутство може містити такі позиції:

- заходи щодо відновлення платоспроможності боржника;
- строки відновлення платоспроможності боржника;
- умови про виконання зобов'язань боржника третіми особами;
- задоволення вимог кредиторів іншим способом, що не суперечить законодавству;
- відшкодування коштів, витрачених на проведення зборів акціонерів та (або) засідань органів управління боржника;
- забезпечення погашення заборгованості боржника з виплати заробітної плати.

Зазначені положення плану є ідентичними з тими, які характерні для плану санації, що реалізується у межах провадження справи про банкрутство боржника. Наказом Міністерства юстиції України від 19.06.2013р. № 1223/5 затверджено Типову форму плану санації боржника у справі про банкрутство, Типову форму мирової угоди у справі про банкрутство та вимоги щодо їх розроблення. Згідно з цим нормативно-правовим актом, план санації оформляється у вигляді систематизованого переліку взаємопов'язаних і послідовних заходів, що підлягають здійсненню під час провадження у справі

про банкрутство з метою запобігання визнанню боржника банкрутом або його ліквідації, що спрямовані на оздоровлення фінансово-господарського становища боржника, а також на задоволення вимог кредиторів, із зазначенням строків здійснення таких заходів, з передбаченням їх очікуваних результатів (наслідків). У додатку Е наведена структура типової форми плану санації. Вивчення наведеної в додатку структури плану санації, що затверджена нормативно-правовим актом, дозволяє виокремити ряд недоліків такого підходу до антикризового планування:

- 1) Незалежно від обставин, за яких реалізуються антикризові заходи, їх планування має здійснюватися на двох рівнях: стратегічному та оперативному. Водночас у рекомендованій Типовій формі санації відсутній стратегічний рівень планування та аналізу.
- 2) Необхідною умовою успішного антикризового управління є ефективне управління ризиками, що передбачає їх ідентифікацію, аналіз та нейтралізацію. Однак, у Типовій формі плану санації відсутні механізми управління ризиками.
- 3) Для проведення якісної оцінки фінансового стану підприємства, аналізу факторів, що призвели до неплатоспроможності, аналізу структури активів, дебіторської та кредиторської заборгованості, прибутковості підприємства, довгострокових та поточних фінансових інвестицій необхідними є адекватні методики аналізу, посилення на які у згаданому вище нормативному акті відсутні. За відсутності посилень на конкретні методи (методики) аналізу він перетворюється на формальність. Результатами такого аналізу досить легко маніпулювати та робити суб'єктивні оцінки.
- 4) Планові заходи щодо відновлення платоспроможності боржника та погашення вимог перед кредиторами, що наведені у розділах V та VI, мають бути інтегровані в систему стратегічного та оперативного планування і підкріплені конкретними плановими показниками. З цією метою має бути розроблена інтегрована система антикризових планів, у тому числі їх форми: план фінансових результатів, план руху грошових

коштів, графіки залучення та погашення позик, інвестиційний план, плановий баланс.

- 5) Невід'ємною складовою плану антикризових заходів має бути прогнозна оцінка ефективності антикризових заходів. Водночас, пропонується у розділі VIII "Прогноз соціально-економічних наслідків санації" є надто узагальненим. Незрозуміло, про які планові фінансові показники діяльності боржника йдеться, які критерії успішності (чи неуспішності) антикризових заходів.

Регламентування порядку складання плану санації має місце не лише в Україні, а й в інших країнах. Так, в Німеччині загальні вказівки щодо складання плану санації знаходимо в законі про неспроможність підприємств, а деталізовані вимоги до санаційної концепції містяться у стандарті аудиту 6 «Вимоги до санаційної концепції», що розроблений Інститутом аудиторів Німеччини [100]. Санаційна концепція при цьому має складатися з наступних модулів: опис вихідного економічного стану підприємства; аналіз фази кризи та причин її виникнення; стратегічна модель підприємства, що підлягає санації; детальний опис заходів щодо подолання кризи; система інтегрованих планів [101, с.206-207]. Останній пункт заслуговує особливої уваги. Мова йде про те, що антикризове планування має включати в себе не лише опис заходів, які планується реалізувати, а й сукупність планів з конкретними плановими показниками. Як вказує Верховодова Л., план санації є свого роду "еталоном", за яким здійснюється управління і контроль над процесом реалізації процедури санації на практиці [33, с. 87]. На погляд дисертанта, еталоном мають слугувати кінцеві прогнозні показники плану санації.

Для підвищення якості антикризового планування обґрунтуємо ряд інноваційних інструментів, що належать до арсеналу антикризового фінансового контролінгу. По-перше, в систему антикризового планування слід ввести стратегічну складову. Слушним у цьому розумінні є висновок Давиденко Н. М. та інших авторів, що стратегічний контролінг діяльності підприємства і розробка стратегії запобігання його неплатоспроможності належить до основних заходів антикризового фінансового управління [23, с. 80-

86]. Стратегічний контролінг охоплює комплекс інструментів із стратегічного планування та контролю, стратегічного управління витратами та вартістю підприємства. Групою німецьких економістів визначено основні ознаки стратегічного антикризового планування:

- належить до компетенції топ-менеджменту (вищої ланки керівництва підприємством);
- сконцентроване на розвитку підприємства у довгостроковому періоді;
- порівняно з оперативним плануванням, супроводжується значно вищим рівнем невизначеності;
- формує рамкові умови та базу для оперативного планування антикризових заходів [102, с.57-63].

Зазначені ознаки, на наш погляд, доцільно конкретизувати у напрямку віднесення антикризового стратегічного планування не просто до компетенції топ-менеджменту, а до фінансового контролінгу як складової керівництва компанією. Окрім цього, в окремих випадках, питання антикризового планування загалом і стратегічного зокрема можуть бути передані в аутсорсинг консалтинговим чи аудиторським фірмам. За висновками Азаренкової Г. М. та інших, ключові напрямки антикризової фінансової стратегії мають включати поглиблений аналіз структури кредиторської та дебіторської заборгованості, довгострокової заборгованості за кредитами, заході із оптимізації самофінансування та амортизаційної політики, удосконалення управління оборотними активами, формування цільових резервних фондів та ряд інших [103, с.54-64].

Досить переконливе трактування стратегії антикризового фінансового управління дано у праці Давиденко Н.М., де зазначається, що вона визначає поведінку підприємства в мінливому зовнішньому оточенні, яке характеризується протиріччями, проблемами і негативними імпульсами, задає параметри, щодо альтернативи дій з вирішення протиріч у рамках заданих обмежень, а також відіграє роль координуючого засобу підсистем і процесів підприємств, що знаходяться на різних стадіях свого життєвого циклу [23, с.80-86]. Дане визначення, дисертант вважає за необхідне поглибити аспектом

впливу на поведінку підприємства не лише мінливості зовнішнього, а й внутрішнього середовища підприємства. Як буде продемонстровано нижче, обмежуючі діяльність підприємства стратегічні чинники формуються як у результаті оцінки зовнішнього, так і внутрішнього середовища діяльності підприємства. Відповідний аналіз дозволяє з'ясувати сильні та слабкі сторони підприємства, а також його перспективи. В додатку Ж.1 наведено зведені результати стратегічного аналізу зовнішнього середовища ПАТ «Звенигородський сироробний комбінат» (за п'ятибальною шкалою у від'ємному та додатному напрямках). Як випливає з даних додатку фактори макросередовища справляють здебільшого негативний вплив як на підприємства переробної промисловості АПК в цілому так і на підприємство, що досліджується. Основні проблеми, що впливають на переробний сектор АПК України в цілому та на діяльність ПАТ «ЗСК», полягають у такому:

- високий рівень інфляції та валютні ризики;
- високі витрати на капітал;
- обмеження ринку з боку РФ;
- падіння внутрішнього попиту у результаті зменшення кількості населення та реальних доходів;
- загальна фінансово-економічна нестабільність та низькі рейтинги країни.

Результати дослідження факторів мікросередовища аналізованого підприємства в розрізі основних чинників наведено в додатку Ж.2. Таким чином, результати аналізу факторів мікросередовища засвідчують високий рівень потенціалу підприємства у фінансовій, комерційній та іміджевій сферах. Водночас, негативними чинниками, що залежать від галузі діяльності та від аналізованого підприємства є високий рівень витрат на капітал, незадовільна структура активів, відсутність відділу контролінгу та проблеми у відносинах з постачальниками сировини. Зазначені фактори мають перекривати негативних вплив факторів зовнішнього середовища. З урахуванням проведеної у розділі 2 антикризової фінансової діагностики підприємства, а також аналізу зовнішніх та внутрішніх якісних чинників, що впливають на діяльність ПАТ «ЗСК», в додатку 3 систематизовано сильні та слабкі сторони, а також шанси та загрози

підприємства (матриця СВОТ-аналізу).

На основі стратегічного аналізу сильних та слабких сторін, шансів та загроз служби антикризового фінансового контролінгу можуть обґрунтувати найбільш адекватну до зовнішніх та внутрішніх загроз стратегію (або ж комбінацію різних стратегій) подальшої діяльності. При цьому слід, визначити сектор матриці, який найбільш характерний для аналізованого підприємства. Так, сектор 1 візуалізує необхідність імплементації наступальної стратегії, що базуються на використанні потенціалу підприємства та можливостей, які виникають у результаті наявності сприятливих зовнішніх чинників. Сектор 2 вказує на потребу у використанні сильних сторін для послаблення зовнішніх загроз. Виправданою є при цьому стратегії диверсифікації. Така стратегія є корисною для більшості переробних підприємств АПК, які мають переорієнтовуватися з ринків збуту Росії на ринки ЄС. Сектор 3 вимагає впровадження стратегій для подолання слабких сторін підприємства за рахунок можливостей зовнішнього середовища, а також використання інструментів зниження витрат. Сектор 4 - «кризове поле» - засвідчує необхідність розробки антикризової стратегії, спрямованої на подолання загроз і усунення слабких сторін підприємства, які насуваються як ззовні, так із внутрішнього середовища. У полях, на перетині сильних і слабких сторін та можливостей і загроз запропоновані заходи, які мають бути основою стратегії покращення вартісних параметрів досліджуваного підприємства. За результатами стратегічного SWOT - аналізу ПАТ «ЗСК» можна зробити висновок, що для цього підприємства має бути обрана комбінація стратегій, що передбачає нейтралізацію зовнішніх загроз за рахунок мобілізації внутрішнього потенціалу. Домінуючими стратегіями при цьому мають бути стратегія диверсифікації та стратегія зниження витрат.

У рамках зазначених стратегій мають бути вжиті заходи щодо зниження непрямих витрат та покращення вартісно-орієнтованих показників, диверсифікації ринків та продукції, зниження витрат на капітал. Ключові зовнішні загрози пов'язані з політично-вмотивованими обмеженнями ринків з боку Російської Федерації, інфляційними та валютними ризиками, а також

високими процентними ставками. Умовами успішного функціонування ПАТ «ЗСК» є розширення асортименту продукції та зниження витрат, зокрема постійних витрат та імпліцитних витрат на капіталу, а також врахування впливу негативних економічних тенденцій на діяльність підприємства. Механізми реалізації стратегії пропонується реалізувати з допомогою системи збалансованих показників (Balanced Scorecard, BSC).

Систему збалансованих показників вважаємо інноваційним інструментом стратегічного контролінгу, зокрема, у контексті планування антикризових заходів. У зазначеній системі знаходять свій інтегральний вираз як кількісні, так і якісні фактори діяльності підприємства. На основі ідентифікації критичних факторів результативності, в BSC фіксуються стратегічні цілі підприємства за чотирма основними напрямками (перспективами): фінанси, ринок/клієнти, операційна діяльність/бізнес-процеси, персонал/інновації. Система будується таким чином, щоб за її допомогою можна була вчасно виявляти зовнішні та внутрішні ризики діяльності підприємства. Групою стратегічного менеджменту у США засновано Інститут BSC, який пропонує схему імплементації BSC, що включає 9 послідовних кроків (рис. 3.1). У разі реалізації антикризової концепції, наведені на рисунку етапи, на погляд дисертанта доцільно доповнити питаннями стратегічного CBOT-аналізу та моніторингу досягнення стратегічних цілей. Згідно з класичною BSC, стратегічні цілі підприємства згруповані у розрізі чотирьох перспектив, для кожної з яких визначено кількісні показники, а також їх стратегічні значення у розрізі окремих періодів реалізації антикризової програми. Система BSC визначає також напрямки заходів, які сприятимуть досягненню визначених цілей. Ключові показники, що характеризують фінансову сферу, операційну діяльність, стан ринків збуту та відносин з клієнтами, персонал та інновації слід розглядати у взаємозв'язку та взаємозалежності. Серед індикаторів, що включаються у фінансову проекцію пропонується включити вартісно-орієнтований показник ROCE, абсолютний показник вартості компанії та інтегральний показник фінансового стану (Z). Зазначені показники, на погляд дисертанта, можуть слугувати індикаторами раннього попередження. Окрім

цього, як буде доведено нижче, вартість підприємства є адекватним параметром щодо якого доцільно здійснювати моніторинг у процесі реалізації антикризових заходів. Запропоновану автором структурно-логічна схема системи BSC з урахуванням особливостей антикризового фінансового управління підприємством наведена в додатку И.

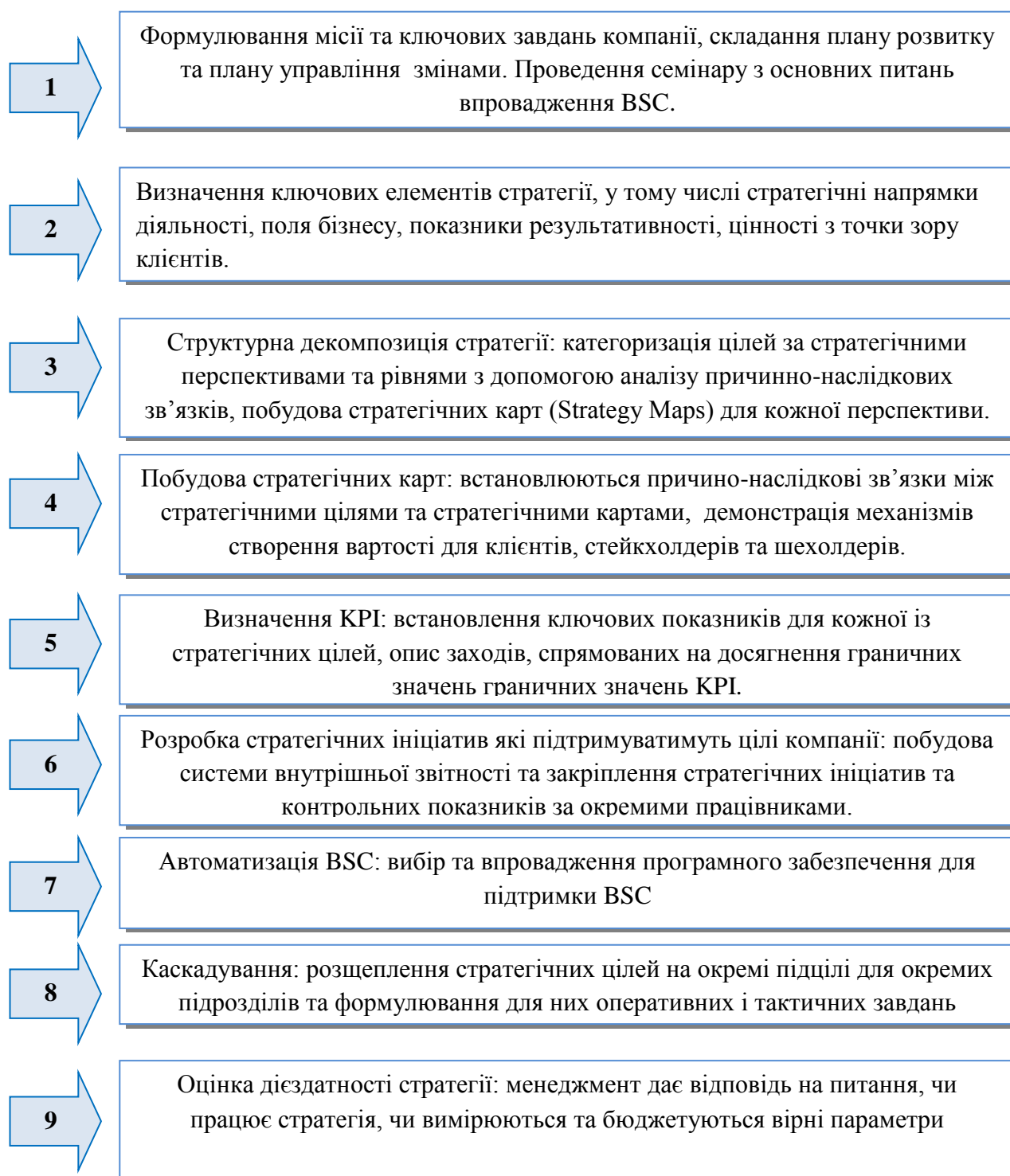


Рис.3.1. Етапи імплементації системи збалансованих показників за моделлю BSC

Загалом, імплементація системи BSC вважається успішною, якщо вдається зменшити розриви та неузгодженості між стратегічними цілями та оперативними рішеннями. З цією метою визначені стратегічні цілі мають бути конкретизовані, тобто трансформовані у вимірювані та контрольовані величини. Так, ключові індикатори (KPI) фінансового напрямку мають характеризувати пріоритетні фінансові параметри підприємства, що вказують на рівень досягнення стратегічних цілей підприємства. У рамках операційного напрямку необхідно вирішити питання щодо процесів, які слід оптимізувати для досягнення стратегічних цілей. Скорингова карта за перспективою «ринок/клієнти/постачальники» має описувати цільові орієнтири та заходи щодо забезпечення необхідних кондицій підприємства на ринках збуту продукції та постачання сировини і матеріалів. Доповнення класичної моделі BSC опцією «постачальники», на погляд дисертанта є цілком виправданим, оскільки від якості сировини, матеріалів, послуг, що споживає підприємство значною мірою залежить якість продукції (робіт, послуг), що надаються господарюючим суб'єктом своїм клієнтам. Відтак, відповідна перспектива має містити відповідь на питання щодо характеру побудови коопераційних відносин з постачальниками, для забезпечення стратегічних цілей. За напрямком «персонал/інновації» слід вказати шляхи реалізації потенціалу підприємства у кадровій та інноваційних сферах для досягнення стратегічних цілей. Таким чином, пропоновані новації щодо побудови скорингових карт полягають у такому:

- запроваджено специфічні показники, які здатні сигналізувати кризові явища, а також моніторити хід виконання антикризової стратегії;
- традиційну проекцію «ринок/клієнти» доповнено опцією «постачальники»;
- стратегічні цілі розщеплено о розрізі окремих планових періодів. Причому кінцева стратегічна ціль відображена в останньому плановому періоді.

В таблиці 3.1. наведено розроблений автором сегмент збалансованої системи показників - деталізована скорингова карта за напрямком «фінанси» по досліджуваному підприємству – ПАТ «Звенигородський сироробний комбінат».

Таблиця 3.1.

**Напрямок «Фінанси» системи збалансованих показників ПАТ
«ЗВЕНИГОРОДСЬКИЙ СИРОРОБНИЙ КОМБІНАТ»**

Цілі	Показники	Заходи (проекти)	Факт	План				
			2013	2014	2015	2016	2017	2017+
Ріст кредитних рейтингів	Z	Забезпечення стабільності показників прибутковості, платоспроможності, оборотності	1,91	>1,35	>1,35	>1,35	>1,35	>1,35
Ріст вартісно-орієнтованого показника	ROCE, %	Покращення структури активів, раціоналізація робочого капіталу, зниження WACC, забезпечення прибутковості операційної діяльності.	-15	02	04	27	29	34
зниження ризиків	WACC, %	Зниження імпліцитних витрат на власний капітал	15	23	21	18	16	14
Ріст вартості компанії	Вартість (млн. грн)	Зниження непрямих витрат, зниження витрат на капітал, збільшення операційного CF	105	170	195	217	219	225

Фактично, в таблиці 3.1. наведено основні позиції фінансової стратегії підприємства. Як справедливо зазначає Білик М.Д., фінансова стратегія відповідальна за прогнозування фінансових показників стратегічного плану, оцінку інвестиційних проектів, планування майбутніх продажів, розподіл і контроль фінансових ресурсів [104, с. 67]. За досягнення окреслених фінансових параметрів підприємство зможе забезпечити стійку життєздатність та генерувати додану вартість. Зазначимо, що побудова скорингових карт за проєкціями ринок/клієнти/постачальники, операційна діяльність/бізнес-процеси, персонал/інновації знаходиться у площині функціоналу маркетингу, менеджменту персоналу та виробництва, тобто безпосередньо не відноситься до компетенції фінансового контролінгу. Саме тому, ці питання не

розглядаються в дисертації. Загалом, стратегія подальшої діяльності підприємства, що досліджується сфокусована на розширенні асортименту продукції (стратегія диверсифікації), реконструкції основних засобів, поліпшенні фінансового стану, зниженні витрат на капітал та інших непрямих витрат. Так, на підприємстві заплановано розширення асортименту продукції під торговою маркою "Звени Гора". У результаті здійснення додаткових інвестицій планується забезпечити високий технічний рівень виробництва, якості та безпеки продукції. У подальшому в дисертації будуть обґрунтовані інноваційні методи оптимізації непрямих витрат. Систему збалансованих показників у частині скорингової карти за перспективою «фінанси» можна інтерпретувати як стратегічну модель підприємства, яка є основою антикризового фінансового планування.

Як уже зазначалося вище, важливою складовою антикризового планування є система інтегрованих планів. Ця система, на наш погляд, має складатися зі спрощеного плану фінансових результатів, плану інвестицій, планового балансу та плану руху грошових коштів. Форми зазначених планів, а також планові показники для досліджуваного підприємства наведені в додатках К - Н до дисертації, інвестиційний план наведено в таблиці 3.2. Основою для розробки вказаних планів є часткові плани (план реалізації, план зниження витрат), а також заплановані антикризові заходи. Інформація, що міститься у відповідних планах має використовуватися для розрахунку ключових індикаторів успішності реалізації антикризової стратегії, їх моніторингу та контролю. У процесі планування слід враховувати поточні та планові індекси інфляції. Інтегрованість планів, що включені в систему антикризових планів означає:

по-перше, що антикризові плани мають логічно вписуватися у загальну систему планування на підприємстві;

по-друге, показники різних планів мають бути узгодженими один з одним;

по-третє, показники антикризових планів мають узгоджуватися зі стратегічними цілями підприємства.

Суттєвою особливістю антикризового планування, на наш погляд, є те, що на першому етапі оцінюється потреба в інвестиціях, необхідних для локалізації вузьких місць виробничо-технічного характеру. Як справедливо наголошують у своїй монографії, присвяченій фінансуванню інноваційного розвитку харчової промисловості в Україні А.М. Поддєрьогін та А.В. Корнилюк, під час кризи, коли ринок насичений старою продукцією, попит на яку падає, підприємства впроваджують псевдоінвестиції, які зазвичай не мають успіху, бо спрямовані на поліпшення старої технології. Новий підйом розпочинається із масового оновлення основного капіталу підприємств, які активно впроваджують нові технології, спонукають до нової хвилі дифузії, так розпочинається новий інноваційний цикл [9, с. 10] . На наш погляд, цей висновок слід доповнити тезою про те, що під оновленням основного капіталу слід розуміти не лише оновлення виробничих ліній чи процесів, а й інновації на рівні техніки та процесів прийняття управлінських рішень. У цьому зв'язку роль контролінгу як інноваційного ресурсу бізнесу важко переоцінити.

Проведена в розділі 2 антикризова фінансова діагностика ПАТ «ЗСК» засвідчила, що підприємство не має проблем з ліквідністю та з виконанням своїх зобов'язань, як у довгостроковому, так і в короткостроковому періодах. Водночас, досить напруженою та нестабільною є ситуація з результативністю, зокрема з вартісно-орієнтованими показниками. Відтак, антикризові заходи мають бути спрямовані на забезпечення позитивного значення вартісно-орієнтованих показників та на приріст вартості підприємства. У цілому ж по підприємствах вибіркової сукупності, акценти у стратегічному плануванні мають бути сфокусовані на покращення структури капіталу (94% підприємств характеризуються незадовільною структурою капіталу), зменшення величини інвестованого капіталу (шляхом здійснення масштабних дезінвестицій, реалізації застарілих основних засобів) та покращення фінансових результатів на основі зниження витрат.

Таким чином, до критичних факторів, на яких має бути сфокусований антикризовий план, належать операційні, постійні (фіксовані) та непрямі витрати, структура активів та витрати на капітал. Як уже зазначалося вище,

однією з ключових проблем ПАТ «ЗСК» є наявність значної частини застарілого обладнання. Станом на початок 2014р. знос основних засобів складає 46,3% їх вартості. Це є причиною того, що підприємство має проблеми із розширенням асортименту продукції та покращенням її якості. Окрім цього, через застарілі технології у підприємства досить високий рівень непрямих та постійних витрат. У цьому зв'язку, менеджмент підприємства вийшов з пропозицією щодо закупки обладнання для виробництва декількох нових видів продукції. Обсяг інвестиційних вкладень становить близько 20 млн. грн. Мова йде про додаткові інвестиційні вкладення, на противагу плановим інвестиціям (близько 10 млн. грн. щорічно) в необоротні активи, які амортизуються. Згідно з технічними характеристиками щодо потужностей нового обладнання, у результаті його введення, підприємство зможе наростити випуск продукції на 30 відсотків з одночасним зниженням прямих витрат на 5 відсотків та непрямих на 2 відсотка. В таблиці 3.2 наведено інвестиційний план підприємства на наступні три роки.

Таблиця 3.2.

Інвестиційний план ПАТ «ЗСК» у рамках антикризового планування, 2014-2017рр., млн. грн.

Показники плану інвестицій	2014	2015	2016	2017	2017+*
Вкладення в нематеріальні активи	1	1,5	1,5	2	2
Вкладення в основні засоби	9	18,5	18,5	10	14
Брутто інвестиції	10	20	20	12	16
Амортизація	10,930	12,560	14,150	15,190	16,540
Нетто інвестиції	-0,930	7,440	5,850	-3,190	-0,540
Реінвестиції	2,56	3	5,85	0	0,81
Збільшення статутного капіталу	0	0	0	0	0
Фінансування за рахунок позиченого капіталу	0	4,5	0	0	0

* Тут і надалі, період з позначкою «+» означає построгнозний період.

У процесі планування нематеріальних активів урахувалася та обставина, що ставка їх амортизації прийнята на рівні 20 відсотків, а період корисної експлуатації – 5 років. Відтак, нематеріальні активи, старші за п'ять

років списуються, з відповідним зменшенням загальної суми їх зносу. Основними джерелами фінансування антикризового проекту є амортизаційні відрахування, реінвестування прибутку та довгострокові позики. У зв'язку зі значним оновленням основних засобів, яке відбулося протягом 2013-2014рр. підприємство має в розпорядження достатньо високий обсяг амортизаційних відрахувань, що можуть бути використані для фінансування антикризових проектів. При плануванні фінансових результатів враховуватимемо наступні припущення:

- збільшення виручки від реалізації у результаті запуску оновленої виробничої лінії на 30 відсотків (починаючи з 2016р.);
- поправочний коефіцієнт до цін відповідно до прогнозного рівня інфляції: в 2014р. – 25%; 2015р.- 30%; 2016р.-10%; 2017р. – 5%;
- частка постійних витрат (крім амортизації) у собівартості реалізованої продукції: 2014р. – 8%; 2015р.- 8%; 2016р.-7%; 2017р. –7%; окрім цього, адміністративні та комерційні витрати з 2016р. планується зменшити на 3 % до базового рівня;
- частка змінних витрат зменшується з початком запуску нових потужностей в середньому на 5 відсотків.

У додатках К та Л наведено план фінансових результатів та прогнозний баланс підприємства з урахуванням реалізації запланованих антикризових заходів. У разі реалізації запланованих заходів, починаючи з 2016р. підприємство має увійти у зону позитивного значення економічної доданої вартості, тобто рентабельність вкладеного капіталу перевищуватиме ставку витрат на залучення капіталу. Починаючи з цього періоду компанія буде у змозі також виплачувати дивіденди власникам. План грошових потоків наведено в додатках М та Н. Інформація відповідних планів буде використана надалі у процесі моніторингу вартості підприємства.

Успішність виконання планових показників значною мірою залежить від здатності підприємства забезпечити економію на витратах, зокрема, зменшити рівень непрямих витрат, а також від здатності дотримуватися визначених у системі збалансованих показників стратегічних цілей. З цією метою необхідно

впроваджувати інноваційні інструменти оцінки ефективності та контролю антикризових заходів. Зазначені питання будуть досліджуватися в наступних підрозділах дисертації.

3.2. Інноваційні інструменти контролінгу витрат підприємства

У рамках антикризового фінансового контролінгу важливим напрямком має стати контролінг витрат. Цей напрямок має бути сконцентрований на виявленні резервів зниження потреби у фінансових ресурсах на забезпечення операційної та інвестиційної діяльності. Досягнення цього завдання можна забезпечити на основі впровадження інноваційних розробок щодо економного використання наявних ресурсів та раціонального їх розподілу між окремими центрами відповідальності інвестиційними проектами, структурними підрозділами, продуктами. Завдяки заходам зі зменшення потреби у фінансових ресурсах, контролінг витрат має здійснювати свій посильний внесок у фінансове забезпечення антикризових заходів з одного боку, та у генерування доданої вартості підприємства – з іншого. У дисертації увага сконцентрована на питаннях контролінгу витрат по тій причині, що антикризовий фінансовий контролінг, на основі застосування свого інструментального апарату може справити значний ефект на показники ефективності саме через зниження витрат. Вплив на доходи підприємства з боку антикризового контролінгу є дещо обмеженим, оскільки активізація обсягів реалізації, відповідно, виручки від реалізації належить до компетенції служби маркетингу підприємства. В арсеналі контролінгу є лише методи, які здатні максимізувати доходи через оптимізацію структури асортименту продукції за критерієм максимізації маржинального доходу чи показників доданої вартості, що генеруються окремими видами продукції.

Аналіз витрат підприємства з метою виявлення резервів їх зменшення слід здійснювати ураховуючи концепцію обмеженості ресурсів і можливостей їх альтернативного використання. Мова йде про те, що витрачаючи ресурси на

забезпечення певного проекту чи виду діяльності інвестори відмовляються від альтернативних напрямків використання капіталу, які могли принести їм певні вигоди. У цьому зв'язку доцільно провести аналіз так званих експліцитних та імпліцитних витрат. Експліцитні (явні, або зовнішні) витрати – це витрати на оплату економічних ресурсів, постачальники яких не є власниками фірми (грошові витрати на придбання сировини, палива, обладнання, трудових і транспортних послуг тощо). Цей тип витрат здебільшого відображаються у фінансовій звітності [105]. Імпліцитні (неявні, або внутрішні) витрати – витрати фірми, які здебільшого не знаходять свого відображення в офіційній звітності і стосуються використання власних ресурсів самого підприємства чи його власників. Інформація щодо імпліцитних витрат має міститися в управлінській звітності. Однак у вітчизняній практиці зазначений тип витрат фактично ігнорується при прийнятті фінансових рішень. Досить часто це стає причиною фінансової кризи. Саме тому, контролінг витрат має охопити імпліцитні витрати та виявити резерви покращення фінансового стану за рахунок впровадження інноваційних розробок за цим напрямком.

Антикризові заходи, спрямовані на зниження витрат мають бути сфокусовані на ощадливе використання ресурсів та запровадження новітніх методів управління витратами, які дали б ефект не лише у стратегічній перспективі, а й у короткостроковому періоді. Слушним є висновок Азаренкової Г. М. та інших, що для подолання збитковості підприємств та забезпечення їх фінансової стійкості в довгостроковій перспективі необхідно переходити до наступальної тактики антикризового управління, що передбачає впровадження фінансових інновацій, які б забезпечували нормалізацію грошових потоків у напрямку збільшення обсягів реалізації та економії на операційних витратах [106, с.71-74]. До числа пріоритетних заходів, які мають бути передбачені антикризовим плануванням належить приведення у відповідність величини витрат до обсягів діяльності підприємства, які у часи кризи можуть суттєво зменшуватися. Перш за все мова йде про скорочення непрямих та постійних витрат. Непропорційна частка окремих видів витрат на підприємствах вибіркової сукупності досить чітко прослідковується з

інформації, наведеної в таблиці 3.3. Так, на окремих підприємствах частка адміністративних витрат досягає 46-48 відсотків.

Таблиця 3.3

Витрати підприємств вибіркової сукупності, 2014р.

Підприємство	Собівартість реалізації продукції, в млн. грн.	Адміністративні витрати, в % до собіварт.	Фінансові витрати, в % до собіварт.	Інші операційні витрати, в % до собіварт.	Інші витрати, в % до собіварт.	Витрати на збут, в % до собіварт.
1/19	84359	4,08	6,01	1,07	0,42	4,10
2/20	35681	15,16	5,29	110,15	0,00	0,21
3/24	227383	2,75	27,66	16,20	5,79	4,63
4/64	36292	5,09	0,83	8,34	0,00	3,17
5/79	8475	14,43	1,23	3,02	0,34	6,89
6/101	145075	-6,49	2,71	5,21	2,81	17,31
7/147	9398	22,90	0,00	36,67	0,00	2,95
8/177	42792	14,55	18,48	69,23	0,02	34,28
9/188	120536	13,98	1,95	27,67	0,11	11,30
10/192	102941	3,21	6,11	1,07	0,07	9,38
11/207	4886	25,05	3,68	12,30	0,16	20,16
12/214	15041	10,90	1,48	19,57	0,00	28,66
13/242	4714	48,39	64,51	6,17	11,82	5,66
14/246	46510	11,00	0,00	1,87	0,00	0,15
15/275	65475	4,03	0,24	5,96	0,93	0,78
16/277	182572	5,96	1,74	4,15	0,00	16,56
17/286	56720	4,89	2,33	41,92	2,92	4,24
18/299	2570	46,42	120,70	40,97	3,50	18,25
19/312	53688	5,39	16,02	3,39	0,08	0,32
20/315	110240	2,17	11,90	0,61	0,02	1,65
21/325	44705	6,19	25,37	69,02	0,00	23,89
22/334	14379	26,02	41,06	21,33	0,01	15,44
23/365	3530	20,59	1,61	19,26	0,00	74,02
24/394	533093	6,07	19,07	23,95	0,00	12,93
25/396	85295	3,76	10,49	6,00	1,08	3,63
26/402	264941	4,65	0,01	3,08	0,54	208,70
27/411	123618	2,31	8,12	0,87	0,01	9,69
28/423	14086	12,26	3,67	18,63	0,09	13,76
29/425	27144	7,44	7,19	18,84	0,02	26,33
30/428	26644	4,76	1,26	75,57	0,94	0,47
31/500	204735	6,03	0,40	3,60	4,40	20,14

Аналіз інформації, наведеної в таблиці дозволяє зробити висновок про непропорційно високу частку фінансових витрат. При цьому мова йде про експліцитні витрати. Якщо урахувати приховані витрати за відповідними

статтями, то стає очевидним, що фінансова криза на підприємствах значною мірою спровокована саме значним розміром невиробничих витрат. Аналіз дозволяє з'ясувати сфери, де приховуються ключові причини незадовільної ситуації з фінансовими результатами переважної більшості підприємств. Так, по 13 підприємствах, що складає 42 % вибіркової сукупності головним чинником низьких фінансових результатів та від'ємних значень вартісно-орієнтованих показників є висока частка адміністративних витрат. На відповідних підприємствах частка зазначених витрат складає більше 10 % від собівартості реалізованої продукції, у той час як на еталонному підприємстві (1/19) цей показник складає близько 4 %. Як відомо, до складу адміністративних витрат входять переважно непрямі витрати загальногосподарського характеру, пов'язані з управлінням та обслуговуванням підприємства. По двох підприємствах вибіркової сукупності критичними є інші витрати підприємства, частка яких складає більше 5% від величини собівартості продукції, у той час як по еталонному підприємству цей показник складає всього 0,4 відсотка. По 16 підприємствах (або 52% від досліджуваних суб'єктів господарювання) головні проблеми криються у надзвичайно високому рівні інших операційних витрат. На зазначених підприємствах частка цих витрат перевищує 10% від собівартості реалізованої продукції. У відповідній стаття відображається собівартість реалізованих виробничих запасів, необоротних активів утримуваних для продажу; відрахування на створення резерву сумнівних боргів і суми списаної безнадійної дебіторської; втрати від знецінення запасів; втрати від операційних курсових різниць; визнані економічні (фінансові) санкції; відрахування для забезпечення наступних операційних витрат тощо. Причому на шести підприємствах величина таких витрат складала більше 40% від собівартості, а на одному – 110 відсотків.

По 10 підприємствах (32 % від досліджуваної сукупності) мають місце проблеми з надвисоким рівнем фінансових витрат, що пов'язані з обслуговуванням залучених кредитів (більше 10 % від величини собівартості продукції). Причому, на одному із підприємств, частка таких витрат складає 120 відсотків до собівартості. Ще один критичний пункт у галузі витрат

підприємств – витрати на збут. У той час як по еталонному підприємству ці витрати складають близько 4 відсотків від собівартості реалізованої продукції, по 15 підприємствах (48% від аналізованої їх кількості) величина цих витрат перевищує 10% від собівартості. На одному із досліджуваних підприємств частка відповідних витрат перевищила 200 % від собівартості продукції.

Як уже зазначалося, для мобілізації антикризових резервів, пов'язаних зі зниженням витрат слід запровадити завершену систему контролінгу витрат. Білик М.Д. справедливо наголошує, що найбільш важливими аспектами виробничої стратегії підприємства є саме контроль за витратами та підвищення ефективності виробничих операцій [104, с. 66]. Не дивлячись на численні публікації з проблематики визначення місця та ролі оптимізації витрат у забезпечення ефективного антикризового управління, питання контролінгу витрат досліджено досить поверхнево. Суттєвий внесок у дослідження проблематики управління витратами підприємств в Україні зроблено такими економістами як П. Й. Атамас [107], Ф. Ф. Бутинець [108], С. Ф. Голов [109], Г.О. Партин [110], А.Г. Пушкар[111], А. В. Череп А.В. [112], М. Г. Чумаченко [113], В.П. Пантелеєв [114]. Досить значимими у світовому вимірі є дослідження проблематики витрат такими зарубіжними вченими як К. Друрі [115], Р. Ентоні [116], Г. Кюппером [117], А. Кьоненбергом [118], Г. Джонсоном та Р. Капланом [119]. Водночас, більшість пропозицій дослідників зводяться до обґрунтування рекомендацій щодо удосконалення діючої нормативної бази, що регулює облік витрат виробництва та забезпечує контроль на підприємствах за її дотриманням, підвищення рівня забезпечення сучасними матеріально-технічними засобами ведення первинного та зведеного обліку, внутрішньогосподарського контролю, формування звітної інформації підприємств, класифікації витрат.

З метою виявлення можливостей мобілізації резервів зниження витрат на основі застосування методів контролінгу витрат з'ясуємо його місце в реалізації антикризової стратегії на підприємстві. Контролінг витрат визначають як комплекс заходів з координації планування, розподілу, аналізу моніторингу та контролю за витратами підприємства [12, с.343]. Ключовим завданням

контролінгу витрат є їх раціоналізація на основі імплементації найбільш адекватних для конкретного підприємства методів планування, аналізу, моніторингу та контролю витрат.

Склад витрат та їх класифікація до певної міри підлягають нормативно-правовому регулюванню. Нормативно-правове регулювання складу витрат та порядку їх відображення у звітності пов'язане з тим, що вони впливають на розмір податкових зобов'язань суб'єктів господарювання, а також є важливим елементом інформаційного забезпечення кредиторів та інвесторів. Водночас, для прийняття управлінських рішень, у тому числі рішень щодо алокації ресурсів, цінових рішень, рішень щодо удосконалення асортиментної політики використання методичних підходів щодо формування, обліку та класифікації витрат, що закладені в нормативно-правовій базі є недостатньо. Це зумовлено тим, що прийняття рішень у сфері витрат завжди пов'язано з ризиками, які слід своєчасно ідентифікувати, оцінити та урахувувати. Мова йде перш за все про ризики упущених можливостей та ризики отримання збитків. Зрозуміло, що механізми об'єктивного оцінювання ризиків досить складно зафіксувати у нормативно-правових актах, оскільки вони пов'язані з оцінкою невизначеності та прогнозуванням. Витрачаючи ресурси на ті чи інші об'єкти витрат, підприємство ризикує втратити прибутки чи зазнати збитки через відмову від альтернативних можливостей вкладення коштів. Зрозуміло, що кожне підприємство має свої специфічні особливості щодо складу та структури витрат, співвідношення між різними їх видами. Відтак, є певна специфіка при застосуванні методів контролінгу витрат, у тому числі у процесі реалізації антикризових заходів. Саме тому, порядок та специфіка методів і процедур контролінгу витрат мають бути зафіксовані у внутрішніх регламентах і положеннях підприємства. Причому завдання розробки зазначених регламентів також належить до компетенції контролінгу у контексті реалізації функції методичного забезпечення.

В теорії і практиці можна зустріти опис численних методів оперативного контролінгу витрат, у тому числі метод директ-костинг та аналіз залежності витрат, обсягу реалізації та прибутку (CVP-аналіз). Однак, суттєвий вплив на

величину витрат та їх структуру досягається здебільшого за застосування методів стратегічного контролінгу витрат. У той же час слід підкреслити наявність досить умовної межі між оперативними та стратегічними методами контролінгу витрат. Досить часто, один і той же метод може дати ефект як у короткостроковому періоді, так і у стратегічній перспективі. До найбільш поширених інструментів стратегічного управління витратами, які згадуються у науково-практичній літературі, можна віднести розрахунок життєвого циклу продукції, попроцесний, функціонально-вартісний розрахунок витрат (метод ABC), таргет-костинг, бенчмаркінг, нуль-базис бюджетування, багатоступінчастий директ-костинг [12, 120, 121, 122, 123]. Впровадження зазначених методів, у свою чергу, супроводжується певними витратами, зокрема, на підвищення кваліфікації персоналу, проведення внутрішніх семінарів, придбання програмного забезпечення тощо. Однак, з точки зору антикризового фінансового контролінгу це є необхідним, оскільки дозволяє нейтралізувати перші симптоми кризи, які можуть призвести до всеохоплюючих фінансових проблем на підприємстві.

Згідно з П(с) БО 16 «Витрати», об'єкт витрат - продукція, роботи, послуги або вид діяльності підприємства, які потребують визначення пов'язаних з їх виробництвом (виконанням) витрат. Облік витрат може здійснюватися також у розрізі місць їх виникнення (центри відповідальності, структурні підрозділи) [124]. Науково-практична проблема полягає в тому, щоб правильно трансформувати (розподілити) витрати за місцями їх виникнення у витрати на певний продукт. За загальним правилом калькулювання повних витрат, на конкретний об'єкт витрат одразу відносяться прямі витрати, а непрямі – розподіляються між окремими об'єктами. Основні складності калькулювання на базі повних витрат пов'язані із розподілом непрямих витрат. Некоректний розподіл витрат на окремі об'єкти, наприклад на окремі види продукції при калькуляції їх собівартості призводить до невірної розподілу ресурсів, помилкового ціноутворення, зменшення обсягів виробництва фактично рентабельної продукції і, як наслідок, фінансової кризи на підприємстві.

Дослідження способів планування, контролю та розподілу непрямих витрат є важливим перш за все із точки зору виявлення резервів зменшення витрат. Як засвідчив вищенаведений аналіз, саме у складі непрямих витрат приховуються непродуктивні витрати, що не пов'язані зі створенням доданої вартості. Зупинимося більш детально на визначення непрямих витрат. Так, С. Голов визначає виробничі непрямі витрати, як витрати, пов'язані з процесами виробництва, які не можуть бути віднесені до певних виробів економічно доцільним шляхом [109, с.629]. «Економічно доцільний шлях» у цьому контексті означає, що при вирішенні питання про віднесення витрат до певного виду продукції необхідно керуватися принципом співвідношення витрат та вигод. Згідно з тезою К. Друрі, невиробничі непрямі витрати слід відносити до витрат звітного періоду та розподіляти за окремими видами продукції непотрібно [115, с.71]. За логікою Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 16 "Витрати", до виробничих непрямих витрат слід відносити загальновиробничі витрати, а до невиробничих непрямих витрат – адміністративні витрати та витрати на збут.

Слід зазначити, що ряд економістів прирівнює непрямі витрати до так званих накладних витрат, а інші - виокремлюють у складі непрямих витрат накладні витрати. Критерієм віднесення до накладних витрат є їх відношення до господарського процесу. У цьому контексті непрямі витрати класифікуються як основні (технологічні) та накладні (організаційні) [125 , с. 108]. Так, Г. Партин і А. Загородній накладні витрати визначають як сукупність непрямих витрат, які не можуть бути віднесені до певних видів продукції економічно доцільним шляхом. Виробничі накладні витрати визначаються як витрати, пов'язані з процесом виробництва, які не можуть бути віднесені до собівартості конкретної продукції (виробів) економічно доцільним шляхом, а невиробничі накладні витрати – це витрати, які не пов'язані з процесом виробництва і які не можуть бути віднесені до певних об'єктів обліку економічно доцільним шляхом [110, с.49-50]. Ф. Бутинець трактує непрямі витрати як витрати, не пов'язані безпосередньо з технологічним процесом виготовлення продукції, а які утворюються під

впливом певних умов роботи з організації, управління та обслуговування виробництва [108, с.152]. На погляд дисертанта, виокремлення додаткового типу витрат - «накладні витрати» ускладнює і без того не просту процедуру класифікації витрат та не пов'язане з додатковими можливостями їх скорочення чи оптимізації. Саме тому, автор вважає за недоцільним виокремлювати додатковий класифікаційний критерій. Всі ж витрати, які окремі автори відносять до накладних доцільно об'єднати під загальною назвою «непрямі витрати».

Згідно з п. 11 П(С)БО 16 "Витрати" підприємство самостійно обирає склад і перелік статей калькулювання виробничої собівартості продукції (робіт, послуг). У разі розподілу непрямих витрат на підприємствах, які займаються виробництвом та реалізацією багатьох видів продукції найчастіше використовують стандартний метод розрахунку ставки розподілу непрямих витрат – на основі розрахунку ставки розподілу непрямих витрат, з використанням обраної експертним шляхом бази розподілу. Однак, цей метод не завжди забезпечує об'єктивний розподіл непрямих витрат, зокрема витрат, що безпосередньо не пов'язані з виробництвом продукції. Якщо так, то у підприємств можуть виникати проблеми стратегічного характеру, оскільки будуть виникати помилки у процесі ціноутворення, розподілу ресурсів, визначенні асортиментної політики тощо. В таблиці 3.4 наведена структура витрат одного із досліджуваних у дисертації підприємств ПАТ «ЗВК».

Таблиця 3.4

Структура витрат на реалізовану продукцію по ПАТ «ЗВК», 2014р.

№	Вид витрат	Частка від загальної собівартості реалізованої продукції, в %.
1	Сировина	59,1
2	Основні матеріали	2,3
3	Допоміжні матеріали	0,7
4	Тара	4
5	Паливо, енергія	4,8
6	Основна, додаткова заробітна плата	1,5
7	Нарахування на заробітну плату	0,6
8	Технічні витрати	4
9	Амортизація	1,7
10	Адміністративні витрати	5,4
11	Комерційні витрати	15,9

До непрямих витрат цього підприємства можна віднести комерційні витрати, адміністративні витрати, частково амортизацію, технічні витрати, основну заробітну плату. За оцінками аналітичних служб підприємства, частка непрямих витрат складає близько 30 відсотків. Методи контролінгу витрат мають бути сфокусовані на ті види та місця виникнення витрат, де можна виявити найбільші резерви їх зменшення.

Як впливає із проведеного аналізу витрат, що наведено в таблиці 3.3, ключові проблеми на досліджуваних підприємствах є наслідком надвисокого рівня непрямих та одноразових витрат, що приховані в статтях адміністративних, фінансових, інших витрат та витрат на збут. Ряд підприємств опиняються у зоні збитковості через високі процентні платежі за позиками. Саме на окреслених слабких місцях у сфері управління витратами мають бути сконцентровані антикризові заходи. Вони мають бути об'єктом додаткового аналізу. У нагоді тут можуть статися методи стратегічного контролінгу витрат, зокрема, метод попроцесного управління витратами – метод ABC. Метод концентрується на виявленні резервів витрат, які криються в непрямих витратах. Саме на цей чинник у значній мірі має бути сфокусована увага у процесі розробки антикризової стратегії досліджуваних підприємств.

Відправною точкою для розвитку методу управління витратами за окремими процесами стала наукова праця американських економістів Д. Міллера та Т. Фольмана «The hidden factory» (приховані фактори). Автор дисертації приєднується до тези Міллера та Фольмана, яка полягає в тому, що через зростання обсягів та релевантності непрямих витрат у загальній їх структурі, традиційні методичні підходи до обліку та планування витрат вичерпали себе. Для вирішення питання удосконалення управління непрямими витратами необхідно апробувати альтернативні моделі їх алокації [126, с.142-150]. Зазначену думку активно підтримали Х. Джонсон та Р. Каплан, які провели критичний аналіз традиційної практики внутрішнього субсидювання окремих видів продукції на підприємствах, що здебільшого має місце під час визначення повної собівартості продукції. Зазначені фахівці запропонували здійснювати розрахунок непрямих витрат у розрізі окремих процесів, які їх

зумовлюють, а потім відносити відповідні процеси на продукцію, для забезпечення виробництва і реалізації якої необхідні відповідні процеси [119, с. 269]. У цьому разі вдається уникнути проблем розподілу непрямих витрат, які виникають за традиційних способів розподілу.

У вітчизняній науково-практичній літературі метод ABC є практично не дослідженим, хоча досить часто згадується різними авторами. Відсутній навіть уніфікований підхід до його назви. Різні автори позначають його як «калькулювання витрат на основі діяльності» або ж «поопераційний метод калькулювання» [110, с.182]. Оскільки метод передбачає визначення витрат у розрізі окремих процесів, вважаємо, що найбільш коректною його назвою буде саме «попроцесний метод обліку, аналізу та планування витрат». Метод здебільшого використовується для ідентифікації, аналізу, планування та рознесення на окремі види продукції непрямих витрат, що виникають у сфері логістики, оцінки якості, обслуговування виробничого процесу, контролінгу, збуту, управління, інших секторів, які безпосередньо не пов'язані з виробництвом продукції (робіт, послуг). Як слідує із проведеного вище аналізу витрат підприємств вибіркової сукупності, саме вказані непрямі витрати і є причиною незадовільного фінансового стану підприємств.

В дисертації ми не будемо заглиблюватися у теорію попроцесного методу, а сконцентруємося на прикладних засадах його практичного використання. У рамках антикризового фінансового контролінгу, використання методу забезпечуватиме виконання таких завдань:

- виявлення непрямих витрат, які зумовили кризову ситуацію на підприємстві;
- розподіл непрямих витрат, зокрема підрозділів, безпосередньо не пов'язаних із виробництвом продукції, на окремі види продуктів;
- виявлення резервів зниження витрат на основі з'ясування необхідності у відповідних процесах.

Модель управління витратами на базі методу ABC наведена на рис. 3.2.

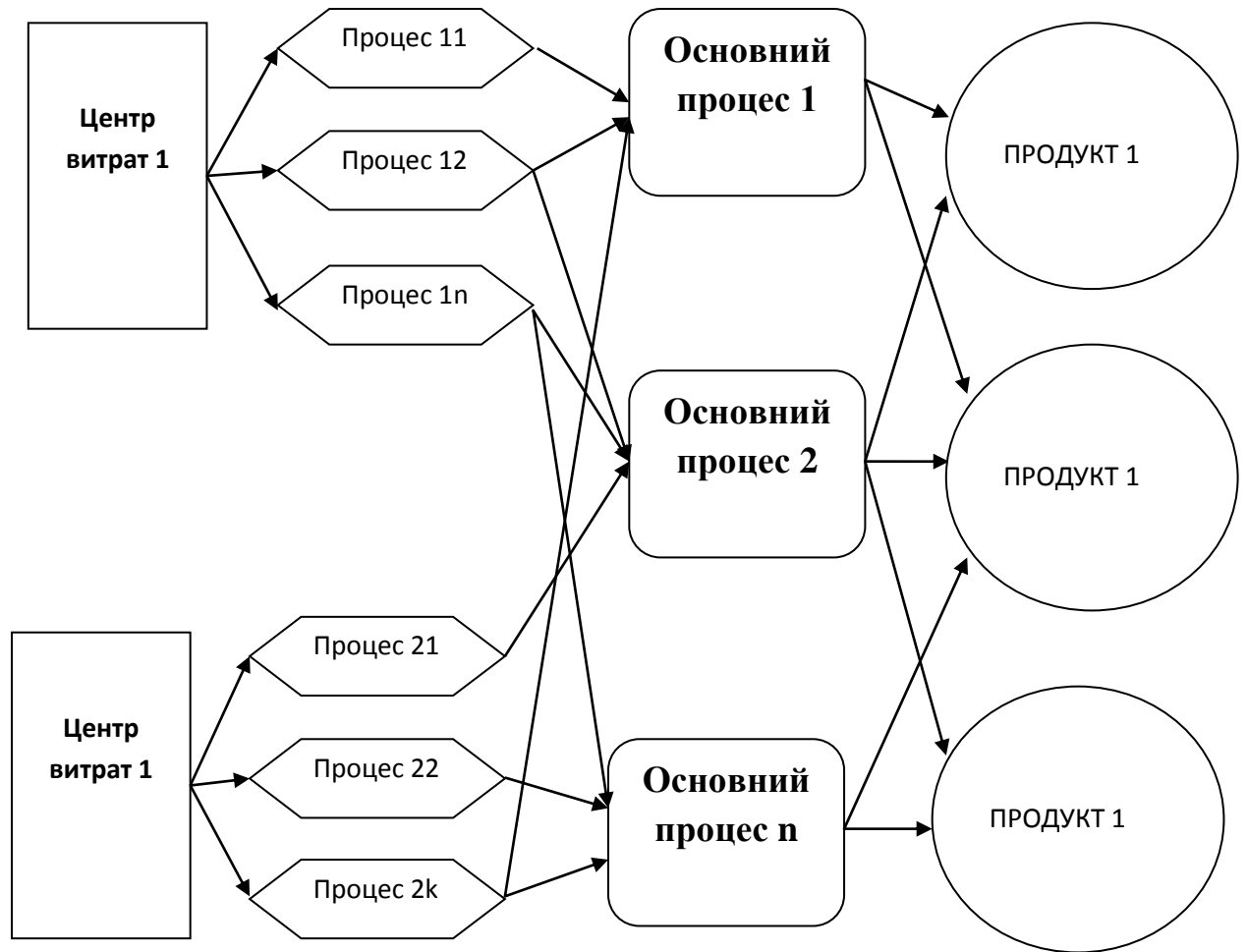


Рис. 3.2. Модель управління витратами на основі методу ABC

Логіку попроцесного методу управління витратами можна описати наступним чином: на основі поєднання певної сукупності операцій формуються часткові або допоміжні бізнес-процеси; у результаті поєднання певної сукупності часткових (допоміжних) процесів формуються основні бізнес-процеси; на основі поєднання певної сукупності основних бізнес-процесів виробляється продукція (роботи, послуги). Як бачимо, окремі центри витрат забезпечують певні часткові процеси (або операції), які потім об'єднуються у основні бізнес-процеси, а потім розносяться по продуктах. На початковому етапі застосування попроцесного методу управління витратами слід визначити непрямі витрати, які мають непропорційно високу частку у структурі витрат та можуть спровокувати фінансову кризу. Потім слід ідентифікувати витрати на структурний підрозділ, який генерує непрямі витрати та виокремити бізнес-процеси, які забезпечуються відповідними витратами. Складність полягає у

тому, щоб чітко ідентифікувати та описати бізнес-процес, а також обґрунтувати його необхідність для забезпечення виробничої діяльності. На наш погляд, для цього слід скористатися такими процедурами, як опитування керівників окремих підрозділів чи центрів відповідальності, інтерв'ювання ключових фахівців, які забезпечують процес, вивчення посадових інструкцій та внутрішніх регламентів, аналіз бухгалтерської та технічної документації, аналіз функцій, які виконує певний структурний підрозділ. Окрім цього, слід спробувати отримати відповідну інформацію по підприємствах-аналогах. Застосувавши описаний комплекс процедур, у рамках антикризового фінансового контролінгу можна з'ясувати, які операції, процедури, процеси генерує той чи інший підрозділ чи працівник, а також проаналізувати відповідні операції на предмет їх доцільності, важливості та внеску у продукування доданої вартості (чи збитків) підприємства. Наступним етапом імплементації ABC є розподіл витрат по структурному підрозділу на окремі процеси (основні чи допоміжні). Загалом, розподіл витрат на процеси здійснюється прямим методом, який базується на експертних оцінках та з використанням бази розподілу (непрямий метод). На крупних підприємствах використання першого підходу пов'язано зі значними трудовитратами. Саме тому для таких підприємств рекомендується до використання другий метод. Як база розподілу при цьому може прийматися величина витрат на персонал або кількість людино-років, людино-годин, людино-днів. Що більшою є частка витрат на персонал у структурі витрат структурного підрозділу, тим точнішим буде розподіл.

Оцінка масштабів (величини) бізнес-процесів здійснюється на основі розрахунку так званих кост-драйверів. Зазначені кількісні показники мають співпадати із кількісними факторами впливу на обсяги непрямих витрат [12, с.374]. Проблема полягає у тому, яким чином розподілити витрати на окремий продукт за процесами, витрати на які не залежать від рівня продуктивності. На наш погляд, такого роду витрати, які виникають у всіх структурних підрозділах підприємства, доцільно об'єднати за статтею «інші витрати на процеси». При визначенні повної собівартості окремих видів продукції інші витрати на

процеси доцільно розподілити залежно від величини витрат на процеси, що залежать від продуктивності центрів виникнення витрат.

Досліджуваний метод не позбавлений недоліків. Найсуттєвішими з них є такі: використання багаторівневої системи розподілу непрямих витрат та різних баз розподілу, в основі чого покладено принцип пропорційності. Так, для розподілу непрямих витрат структурного підрозділу на окремі процеси як база розподілу здебільшого використовуються витрати на персонал. Для розподілу нейтральних до обсягів діяльності витрат використовуються показники витрат, що генеруються обсягами процесів. Для знаходження загальних витрат на продукт розраховується ставка розподілу витрат (витрати на один кост-драйвер).

Бізнес-процеси, які зумовлюють непрямі витрати мають бути досліджені на предмет їх внеску у загострення фінансової кризи – з одного боку, та щодо внеску у процес створення вартості на підприємстві – з іншого. У разі, якщо процес зумовлює непропорційно високі витрати та не дає очікуваного ефекту з точки зору створення вартості він має бути замінений. Додаткові витрати на бізнес-процеси виникають у разі наявності рекламаций, бракованої продукції, значних запасів на складах, простоїв на виробництві тощо. Імплементация методу ABC на вітчизняних підприємствах має здійснюватися у комплексі з активним впровадженням реінжинірингу бізнес-процесів, який має концентруватися на радикальній реструктуризації бізнесу та процесів, що його забезпечують. Один із засновників реінжинірингу М. Хаммер під цим поняттям розуміє "фундаментальне переосмислення і радикальну зміну рішень щодо ділових процесів з метою досягнення драматичних поліпшень в критично важливих показниках діяльності, таких як витрати, якість, обслуговування і швидкість" [127, с. 110]. Результатом реінжинірингу бізнес-процесів має бути суттєве зниження витрат на окремі операції та функції, у тому числі на основі їх аутсорсингу (передача частини завдань або процесів стороннім виконавцям). Приймаючи рішення щодо аутсорсингу необхідно провести порівняльний аналіз витрат щодо забезпечення відповідного процесу власними силами та на

основі залучення сторонніх осіб. Нагальна необхідність застосування реінжинірингу виникає:

- в умовах, коли підприємство знаходиться в кризовому стані;
- якщо поточний стан компанії оцінюється як задовільний, однак прогнози діяльності є досить несприятливими;
 - у разі нагальної необхідності впровадження інноваційних інструментів управління.

Враховуючи вище окреслене, можна зробити висновок, що у рамках антикризового фінансового контролінгу може бути успішно реалізована концепція інтегрованого використання інструментарію попроцесного управління витратами та реінжинірингу бізнес-процесів. У цьому контексті мова йде про запровадження кризового реінжинірингу. У стратегічній перспективі, попроцесний підхід до планування та контролю витрат дає можливість з'ясувати величину витрат на виробництво та реалізацію конкретного виду продукції у довгостроковому періоді. Він уможливорює виявлення фактів внутрішнього субвенціонування одних продуктів іншими, що здійснюється через некоректний розподіл непрямих витрат, що має місце за традиційних систем обліку витрат, а також виявити непотрібні для виробництва продукції операції, процедури чи процеси. Це є необхідним для прийняття рішень у сфері асортиментної політики підприємств, ціноутворення, позиціонування на ринках. Водночас, слід мати на увазі, що внутрішнє субвенціонування може мати також і позитивний ефект у контексті стимулювання реалізації більш рентабельних видів продукції за рахунок їх прив'язки до менш рентабельних.

Важливою складовою сучасних методів контролінгу витрат є контроль витрат, що виконує дві групи функцій: функція підтримки прийняття управлінських рішень та функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин. У контексті використання попроцесного методу контролінгу витрат доцільним є контроль витрат за двома напрямками: контроль витрат (план-факт-аналіз) за окремими центрами (місцями) виникнення витрат; контроль та аналіз відхилень витрат на окремі процеси. Ключовим елементом контролю

витрат є виявлення та аналіз відхилень фактичних показників від планових (бюджетних). Відхилення за витратами можуть бути контрольовані та неконтрольовані. Увага контролера має бути сконцентрована на мінімізації саме контрольованих відхилень. Причини відхилень систематизовані на рис. 3.3. Перша група причин, пов'язаних з наявністю значних відхилень фактичних показників від планових зумовлена неточностями у планових розрахунках витрат. У цьому контексті мова може йти про некоректні прогнози, що ґрунтуються на помилкових першопочаткових припущеннях та на невірній оцінці вихідної ситуації. Слід зазначити, що планування витрат та управлінські рішення у цій сфері здійснюють в умовах невизначеності щодо майбутніх параметрів навколишнього середовища, у якому функціонує підприємство. Вирішення проблематики планування витрат значною мірою лежить у площині зменшення невизначеності на основі зниження рівня інформаційної асиметрії. Інша причина помилок у процесі планування полягає у невірному підборі функції витрат та моделі планування.



Рис. 3.3. Групи причин відхилень фактичних показників витрат від планових

Типова помилка при цьому полягає у тому, що прогнози здебільшого ґрунтуються на припущення лінійної залежності витрат від обсягів реалізації, у той час як на практиці переважає нелінійна залежність. Значна група причин відхилень пов'язана із суб'єктивним прагненням окремих агентів сформувати так званий бюджетний резерв витрат з подальшим його використанням. Мова йде про використання інформаційної асиметрії для маніпулювання показниками необхідних витрат та інформацією щодо їх фактичного рівня.

Наступна група причин відхилень по витратах зумовлена неякісним виконанням окремих операцій та процесів, що своїм наслідком має перевитрачання ресурсів. Проблема тут полягає у виявленні чинників, що зумовили перевитрати. Класичний набір чинників пов'язаний із наявністю конфлікту цілей, що пояснюється суб'єктивними перевагами учасників фінансових відносин та особливостями договорів між ними. Наприклад, менеджери лінійних підрозділів прагнуть отримати максимум ресурсів на вході та витратити мінімум зусиль на виході. Натомість центральний апарат управління стикається з проблемою розподілу обмежених ресурсів між окремими секторами та низькою ефективністю їх використання. Зазначена проблема загострюється чинником інформаційної асиметрії.

Ще одна група причин відхилень пов'язана із неякісним обліком витрат, що зумовлює помилки при визначення фактичних показників витрат. Зазначені помилки можуть бути наслідком неякісного управлінського обліку, помилок у процесі розподілу непрямих витрат, невірному виборі системи калькулювання витрат. З іншого боку, невірні дані щодо фактичних показників витрат можуть мати цілеспрямований характер і слугувати засобом формування «бюджетного зазору» за витратами. Це пояснюється проблематикою принципал-агент відносин, про що йшлося вище.

У цілому, запровадження інструментарію контролінгу витрат сприятиме вирішенню таких завдань:

- підвищення ефективності управління витратами, зниження їх рівня та зниження величини грошових потоків, що забезпечують витрати;

- об'єктивне визначення мінімальної ціни пропозиції конкретного виду продукції (товарів, робіт, послуг) та рентабельності її виробництва і реалізації;
- зменшити непрямі та фіксовані витрати, які не відповідають обсягам діяльності підприємства.

Як слідує з інформації, що наведена у додатку Л, за результати вжиття заходів із контролінгу витрат, що сконцентровані на зниження собівартості реалізованої продукції, зниження частки витрат на збут, адміністративних та інших витрат по досліджуваному підприємству ПАТ «ЗСК», у прогнозованому періоді, частка витрат на збут продукції буде знижено на 5%, частка адміністративних витрат – на 0,5%, частка інших операційних витрат – на 0,6% до рівня собівартості продукції. У сукупності із іншими антикризовими заходами це дасть змогу забезпечити прибутковість підприємства на рівні 60 млн. грн. Таким чином, успіх контролінгу витрат на підприємствах, що знаходяться в кризі залежить від спроможності забезпечити раціоналізацію (зниження) витрат через ефективне використання інструментарію аналізу, планування та контролю витрат. Метод планування та контролю витрат у розрізі окремих процесів дає можливість виявити можливості раціоналізації витрат на основі аналізу доцільності та ефективності кожної операції на підприємстві. Вважаємо, що метод ABC дає можливість не лише підвищити якість планування витрат, а й виявити неефективні процеси та підрозділи підприємства. У рамках антикризового фінансового контролінгу може бути успішно реалізована концепція інтегрованого використання інструментарію попроцесного управління витратами та реінжинірингу бізнес-процесів.

3.3. Моніторинг вартості компанії як новітній засіб контролю ефективності антикризових заходів

Важливим завданням антикризового фінансового контролінгу є оцінювання ефективності та забезпечення контролю за ходом виконання антикризової стратегії та реалізації антикризових заходів. Це завдання можна вирішити на

основі запровадження моніторингу вартості підприємства як ключового параметру ефективності антикризового управління. Загалом, під моніторингом розуміють комплекс аналітичних процедур щодо однотипного аналізу досліджуваного об'єкта, оцінки та порівняння отриманих результатів для виявлення певних закономірностей та тенденцій. Як важлива складова антикризового фінансового контролінгу, антикризовий фінансовий моніторинг характеризує систему перманентного спостереження, аналізу, оцінки та контролю ключових показників діяльності з метою виявлення слабких місць на підприємстві. Фінансовий моніторинг при цьому умовно поділяється на два блоки: моніторинг фінансово-господарської діяльності підприємства (як процесу) і моніторинг фінансового стану (як характеристики на певний момент часу) [60, с. 66]. На наш погляд, інструменти фінансової діагностики слід застосовувати з метою раннього попередження фінансової кризи, а моніторинг фінансового стану та діяльності доцільно здійснювати на етапі реалізації антикризової концепції. Фінансова криза, що має місце на Україні, змусила більшість підприємств переглянути свої інвестиційні плани. В цей період багато підприємств харчової промисловості мобілізують усі резерви зниження витрат, у тому числі до зупинки виробництва, звільнення частини працівників, раціоналізації асортименту продукції. На спроможність реалізації санаційних проектів у цей час впливає тотальний дефіцит оборотних ресурсів, оскільки банки практично припинили кредитування проектів з тривалим строком окупності. У цьому зв'язку, моніторинг вартості підприємства може слугувати інструментом зменшення інформаційних ризиків у відносинах між підприємством та капіталодавцями.

З огляду на те, що для більшості адресатів фінансової інформації щодо підприємства найважливішим показником є його вартість, вважаємо, що результати її моніторингу можуть з високим рівнем об'єктивності виконувати завдання, що ставляться перед антикризовим моніторингом та діагностикою. Доцільність використання показників вартості для цілей фінансової діагностики та моніторингу виправдано також у зв'язку з тим, що багато авторів відносить зміни (приріст чи зменшення) вартості підприємства до числа основних критеріїв оцінки

як ефективності антикризових заходів, так і інноваційно-інвестиційного розвитку. Досить красномовною у цьому контексті є думка Давиденко Н. М., яка наголошує, що «саме зростання ринкової вартості суб'єкта господарювання, крім прибутковості, є пріоритетним фінансовим інтересом будь-якого господарюючого суб'єкта для поліпшення фінансової безпеки» [128, с.38]. Оцінка вартості має проводитися як у процесі складання плану антикризових заходів, так і у процесі моніторингу його виконання. Окрім цього, у рамках антикризової фінансової діагностики доцільно розраховувати вартісно-орієнтовані показники. Поточну якість виконання плану антикризових заходів доцільно оцінювати за результатами моніторингу, що здійснюється у процесі реалізації плану санації, наприклад, з квартальною періодичністю, або ж після імплементації окремих антикризових модулів чи етапів санації. Обрання вартості підприємства як ключового показника ефективності антикризових заходів та об'єкту антикризового моніторингу можна обґрунтувати рядом аргументів, зокрема:

- вартість є саме тим індикатором на який орієнтуються перш за все капіталодавці, приймаючи рішення щодо подальшого фінансування антикризових проєктів;
- показники вартості миттєво реагують на оперативні кількісні та якісні зміни у зовнішньому та внутрішньому середовищі, в якому функціонує підприємство;
- за своєю економічною природою вартість підприємства є узагальненим, комплексним індикатором успішності його діяльності та якості фінансового стану, а отже, є інтегральним показником;
- методика оцінки вартості підприємства дає можливість виявити причини, що вплинули на результуючий показник;
- моніторинг вартості логічно узгоджується із вартісно-орієнтованою діагностикою фінансового стану, яка була обґрунтована у попередніх підрозділах дисертації.

Таким чином, використання показників вартості для цілей моніторингу в цілому задовольняє усім вищезазначеним вимогам та критеріям, які висуваються до якісного моніторингу. Методичне забезпечення моніторингу вартості включає

підбір адекватного інструментарію моніторингу вартості та бази оцінки, як комплексу методичних підходів, методів та оціночних процедур, що відповідають певному виду вартості. У процесі формування теоретико-методичного забезпечення антикризового моніторингу вартості підприємства виникає ряд проблем, які потребують наукового вирішення:

- по-перше, необхідно підібрати тип вартості, що має підлягати моніторингу;
- по-друге, обґрунтувати найбільш адекватний метод оцінки вартості;
- по-третє, слід ураховувати специфічні фактори, які визначають вартість компанії, що знаходяться в кризі;
- по-четверте, необхідно налагодити аналіз відхилень фактичних показників вартості від прогнозних.

Перше питання, яке слід дослідити з метою формування якісно методичного забезпечення оцінки ефективності антикризового управління та антикризового моніторингу полягає у виборі показника вартості, який підлягатиме моніторингу. Так, в теорії і практиці можна зустріти значну кількість видів вартості: ринкова вартість, ліквідаційна вартість, вартість ліквідації, відновна вартість, вартість відтворення, вартість заміщення, спеціальна вартість, інвестиційна вартість, внутрішня, фундаментальна вартість. Враховуючи цілі моніторингу вартості у рамках антикризового контролінгу, серед можливих варіантів використання показників вартості для їх моніторингу можна розглядати ринкову вартість та ліквідаційну вартість. Згідно з Національним стандартом оцінки № 1, ринкова вартість - це вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу. У разі продажу майна у строк, який є значно коротшим від строку експозиції подібного майна, переважно визначається його ліквідаційна вартість [129]. Таким чином, під ліквідаційною вартістю слід вважати вартість, яка може бути отримана за умови продажу об'єкта оцінки у строк, що є значно коротшим від строку

експозиції подібного майна, протягом якого воно може бути продане за ціною, яка дорівнює ринковій вартості.

На перший погляд може здатися, що найбільш логічним вирішенням проблеми вибору показників вартості для цілей антикризового фінансового моніторингу є використання ліквідаційної вартості. Водночас, більш детальне дослідження цього питання засвідчує неоднозначність такого висновку. Так, для використання ліквідаційної вартості як показника, що підлягає моніторингу, необхідно проводити додаткове дослідження відповідності гіпотетичних умов продажу об'єкта оцінки, типовим для ринку умовам продажу подібного майна. У більшості науково-практичних джерел вказується, що визначення ліквідаційної вартості може здійснюватися на основі інформації щодо подібних угод з подібним майном. Відтак, необхідним є збір інформації щодо ринкової вартості підприємств-аналогів.

Можна зробити висновок, що використання ліквідаційної вартості як фінансового орієнтиру для капіталодавців та ключової змінної у антикризовому моніторингу підприємства є недоцільним. У першу чергу через відсутність адекватних методів об'єктивної оцінки потенційної ліквідаційної вартості підприємства, яке буде продовжувати свою фінансово-господарську діяльність.

Відповідно до Національного стандарту оцінки №3, визначення ринкової вартості цілісного майнового комплексу підприємства можливе із застосуванням усіх методичних підходів [130]. Вибір методу оцінки ринкової вартості залежить від його здатності надавати максимально достовірну інформацію щодо актуальної та потенційної вартості підприємства, а також наявності необхідної інформації. Водночас, слід враховувати, що ринкова вартість об'єкту може бути сформована лише на ринку як результат впливу цілого ряду факторів, у тому числі внутрішньої вартості підприємства, попиту та пропозиції. Аналог ринкової вартості підприємства можна розрахувати лише за використання ринкових методів оцінки (метод ринку капіталів чи метод ринкових угод). Таким чином, як для обчислення ліквідаційної вартості, так і для визначення ринкової вартості об'єкта необхідною є інформація щодо ціни на підприємства-аналоги, яка сформувалася на фондовому ринку або ж за

результатами ринкових трансакцій. Однак, у вітчизняних умовах таку інформацію зібрати практично неможливо.

З огляду на вищевикладене, для цілей антикризового моніторингу найбільш прийнятним є показник внутрішньої (фундаментальної) вартості підприємства, який, за інших рівних умов, є орієнтиром для ринкової вартості. Під внутрішньою вартістю (*intrinsic value*) слід розуміти вартість підприємства, яка впливає із стану внутрішніх параметрів діяльності та реального потенціалу підприємства генерувати доходи чи грошові потоки. Івасів І.Б. вказує на те, що в ідеалі фундаментальна (внутрішня) вартість фірми має дорівнювати ринковій вартості, однак, це можливо лише в умовах досконалого фінансового ринку. У разі порушення згаданих умов можливі відхилення, породжені асиметричною інформацією та короткостроковим коливанням ринкових цін. У довгостроковій перспективі значення фундаментальної та ринкової ціни тісно корелюють [131, с.15]. У науково-практичній літературі можна зустріти також поняття «інвестиційна вартість», яке, по-суті, характеризує той же зміст, що і внутрішня вартість. Так, ряд авторів, під інвестиційною вартістю об'єкта оцінки розуміють вартість об'єкта, виходячи із його доходності для конкретної особи за заданих інвестиційних цілях. На думку Заворотнього Р.І., даний вид вартості відображає цінність об'єкта для конкретного інвестора, який планує вкласти кошти у підприємство [132, с.70].

На наше переконання, для цілей антикризового моніторингу найбільш придатним є показник внутрішньої (фундаментальної) вартості підприємства. Цей висновок узгоджується із тезою Івасіва І.Б., що у рамках оперативного управління доцільніше використовувати саме фундаментальну вартість. Проте, в кінцевому підсумку, зусилля керівництва мають бути матеріалізовані в максимізації ринкової вартості одночасно із заходами, спрямованими на те, щоб мінімізувати розрив між ринковою та фундаментальною вартістю [131, с.70]. У зарубіжній та вітчизняній практиці оцінки вартості підприємств найбільшого поширення отримали три методичні підходи до оцінки вартості майнових об'єктів:

- витратний (майновий) - переважно для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів;
- дохідний (заснований на оцінці потенційних доходів чи грошових потоків, які може генерувати об'єкт оцінки);
- ринковий (порівняльний) підхід, що базується на інформації щодо продажу подібних підприємств (їх корпоративних прав) на ринку.

У рамках зазначених методичних підходів виокремлюється цілий ряд методів. З метою вибору найбільш прийняттого методу оцінки внутрішньої вартості компанії для цілей антикризового моніторингу систематизуємо існуючі методи та методичні підходи (таблиця 3.5).

Таблиця 3.5

Методичні підходи та методи оцінки вартості підприємства

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ	МЕТОДИ ОЦІНКИ
Витратний підхід	метод прямого відтворення
	метод заміщення
	метод накопичення активів
Дохідний підхід	Метод Flow to Equity (FTE)
	Дисконтування грошового потоку (DCF): - Метод APV - Метод WACC: FCF, TCF
	Дисконтування економічної доданої вартості (EVA)
Ринковий підхід	Метод ринкових угод
	Метод ринку капіталів
Комбінований підхід	Метод усередненої оцінки
	Швейцарський метод
	Штутгартський метод

Зазначені методичні підходи (витратний, дохідний та порівняльний) постулюються у національних стандартах оцінки. Водночас, в теорії і практиці мають місце методи оцінки, що поєднують у собі елементи декількох методичних підходів, здебільшого витратного та доходного. Серед

найвідоміших із таких методів є метод усередненої оцінки, швейцарський та штутгартських методи. Для характеристики зазначених методів, існуючу класифікацію методичних підходів до оцінки пропонуємо доповнити додатковим елементом - комбінований підхід, що ґрунтується на поєднанні в одному методі оцінки декількох методичних підходів.

Перш ніж перейти до обґрунтування найбільш адекватного методу оцінки фінансово-неспроможних підприємств з урахуванням завдань, що ставляться перед антикризовим моніторингом з'ясуємо ключові особливості оцінювання підприємств, що знаходяться в кризі. У цьому контексті виникає логічне запитання, чи впливає факт фінансової неспроможності та значної заборгованості на вартість компанії. Щодо сигніфікантності впливу фінансової кризи на вартість підприємства у науково-практичній літературі можна зустріти досить контрверсійні, прямо протилежні тези. Так, у ряді праць доводиться, що факт ризику банкрутства ніяким чином не впливає на вартість компанії [133, с.7-13]. Більше того, М.Ш. Рапп обґрунтовує модель, за якою отримав парадоксальний результат: зі зростанням ризику дефолту вартість підприємства зростає [134, с.771-806]. В інших працях доводиться кардинальний вплив фінансової кризи на вартість підприємства. Терещенко О.О. наголошує, що як ставка дисконтування, так і прогнози грошових потоків, які використовуються при оцінці вартості підприємств мають тенденцію до штучного завищення через неврахування інформації щодо ризику дефолту [83, с.69]. Згідно з оцінками окремих експертів (наприклад Гляйснер В.) неврахування під час оцінок чинника ймовірності банкрутства призводить до переоцінок вартості компаній у середньому на 50% [51].

Ми підтримуємо аргументацію фахівців, які доводять, що факт фінансової кризи (низькі рейтинги) суттєво впливають на вартість компанії та порядок її оцінювання. Спробуємо ідентифікувати особливості оцінки вартості підприємства, що заходиться у фінансовій кризі. Згідно з логікою доходного підходу до оцінки, вартість компанії залежить від величини очікуваних грошових потоків, які генеруватиме підприємство та від ризику вкладень в нього, що проявляються у ставці дисконтування. Очевидно, що визначення цих

двох параметрів по підприємствах, які знаходяться в кризі має свою специфіку. Перш за все ці особливості зумовлені високим ризиком банкрутства, що пов'язано зі значним рівнем заборгованості таких підприємств, а також із можливим від'ємним значенням фактичних показників чистих грошових потоків. Окрім цього, прогнозний горизонт розрахунків по таких підприємствах буде не досить значним. Загалом, тривалість прогнозного періоду вважається достатньою, якщо обраний спосіб визначення реверсії дає змогу врахувати всі відомі на дату оцінки факти та припущення щодо результатів провадження діяльності підприємства, в періоді, що настає за прогнозним. Мінімізація прогнозного періоду при оцінці фінансово-неспроможних підприємств зумовлена значним рівнем невизначеності діяльності таких підприємств, що не дає змоги об'єктивно оцінити фактори, які можуть вплинути на прогнозні показники у довгостроковому періоді. Враховуючи викладене, вважаємо, що найбільш прийнятним прогнозним періодом для типового підприємства, що знаходиться в кризі є три роки.

З теоретичної точки зору, за низької ймовірності банкрутства, зі зростанням заборгованості, підвищується вартість компанії, оскільки зростає ефект податкового щита. Водночас, зростання боргу призводить до збільшення агентських витрат та витрат банкрутства. Незаперечною є та обставина, що зі зростанням заборгованості підвищується ймовірність банкрутства. Згідно з економічною логікою, у цьому разі мали б зростати витрати на капітал підприємств. Ігнорування чинника ймовірності дефолту у процесі розрахунку ціни залучення капіталу, оцінки вартості компанії чи ефективності інвестиційних проектів призводить до некоректних оцінок. Для вирішення проблематики урахування чинника ймовірності банкрутства при розрахунку витрат на капітал (ставки дисконтування) окремі фахівці пропонують розраховувати спеціальний коефіцієнт, який залежить від рейтингового класу підприємства та урахувати його при розрахунку витрат на власний капітал [83, с.69]. Інший підхід полягає у розрахунку додаткової премії за ризик банкрутства з послідуєчим коригуванням ставки дисконтування на зазначену

премію. З цією метою слід дослідити представлені на ринку цінні папери на предмет залежності спреду ризику дефолту від ймовірності банкрутства.

Ще однією особливістю оцінки вартості проблемних компаній є те, що їх вартість досить часто має від'ємне значення. За використання методу дисконтування грошових потоків, внутрішня (фундаментальна) вартість фірми буде від'ємною, якщо теперішня вартість потенційних грошових потоків компанії буде меншою за величину позиченого капіталу. Як уже зазначалося, досить часто оцінювані компанії мають від'ємні грошові потоки. У цьому разі виникає проблема із визначенням як абсолютних, так і відносних вартісно-орієнтованих показників. Згідно з класичним постулатом Міллера-Модільяні, грошові потоки двох підприємств не будуть різнитися, якщо вони відрізняються один від одного лише структурою капіталу [133, с.7-13]. Це означає, що грошові потоки підприємства не залежать від ймовірності його банкрутства. Однак, цей висновок справджується лише за наявності досконалого ринку капіталів, який в реальності відсутній. На практиці, висока ймовірність дефолту підприємства безумовно впливає на його грошові потоки.

Враховуючи окреслену аргументацію, дослідимо, які із методів доходного підходу дозволяють з максимальним рівнем об'єктивності оцінити вартість підприємства та використати отриману інформацію для цілей антикризового моніторингу вартості. Перший із згаданих методів - пряма капіталізація доходів або метод Flow to Equity (FTE). Згідно з Національними стандартами оцінки, метод прямої капіталізації доходу застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід, отримання якого не обмежується у часі. Капіталізація чистого операційного доходу здійснюється шляхом ділення його на ставку капіталізації [129]. При цьому як дохід розглядається чистий грошовий потік, що розраховується як прогнозована величина чистого прибутку, розрахована за умови припущення про відсутність витрат на сплату відсотків за довгостроковим боргом, збільшена на прогнозовану суму амортизації, що врахована у складі витрат під час визначення величини чистого прибутку, зменшена на величину прогнозованого приросту робочого

капіталу (збільшена на величину зменшення робочого капіталу) і зменшена на величину прогнозованих капітальних інвестицій за відповідний період. Ставка капіталізації відповідає ставці витрат на власний капітал (підприємства, що має заборгованість). На відміну від інших методів, для визначення ставки дисконтування середньозважені витрати на капітал не розраховуються. У контексті дисертаційного дослідження, слід з'ясувати, чи доцільно цей метод використовувати для цілей антикризової діагностики та моніторингу вартості компанії, що знаходиться в кризі. На наш погляд, проблематика використання методу прямої капіталізації для окреслених цілей зумовлена наступним:

- за обчислення ставки капіталізації ніяким чином не враховується ставка витрат на позичковий капітал, ризики структури капіталу та позичковий капітал як такий, що для подальшої долі фінансово-неспроможних підприємств має визначальне значення;
- висока ймовірність від'ємних грошових потоків (від'ємних фінансових результатів) підприємства, що своїм наслідком матиме від'ємне значення нетто-вартості;
- практична неможливість оцінювання вартості окремих антикризових проектів чи окремих центрів відповідальності, що знаходяться в кризі.

Окрім цього, метод виправдовує себе, якщо ставка витрат на власний капітал може бути визначена з використанням інформації, що генерується фондовим ринком, тобто, щодо підприємств, корпоративні права яких мають обіг на зазначеному ринку. Таким чином, метод прямої капіталізації доходів, які можуть бути спрямовані власникам недоцільно використовувати для цілей визначення вартості з метою антикризового моніторингу вітчизняних підприємств.

Серед методів непрямой капіталізації доходів найбільш інноваційним є метод скоригованої теперішньої вартості (adjusted present value, APV). За використання APV спочатку розраховується загальна (брутто) вартість за припущення про «фіктивну» відсутність заборгованості. Фактичний вплив позиченого капіталу на вартість компанії обчислюється на основі розрахунку вартості податкового щита. Дисконтування очікуваного вільного грошового

поток (FCF) підприємства, за припущення, що воно не має заборгованості (D), здійснюється з використанням ставки вартості власного капіталу, яка діє за гіпотетичного припущення щодо відсутності боргового фінансування (R_E^u). Окрім цього, дисконтується сума потенційної економії на податкових платежах з використанням ставки дисконтування, що відповідає ставці витрат на позичений капітал (R_D).

Валова вартість підприємства за методом APV розраховується як сума теперішньої вартості майбутніх грошових потоків (FCF) та теперішньої вартості додаткових грошових потоків у вигляді економії на податкових платежах (T). Для отримання чистої вартості (нетто), валову вартість слід зменшити на величину позичкового капіталу (D) на момент оцінки. Враховуючи вищевикладене, стандартний алгоритм розрахунку вартості підприємства за методом APV (EV_{APV}) можна описати таким чином:

$$EV_{APV} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+R_E^u)^t} + \frac{TV_{FCF}}{(1+R_E^u)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{T \cdot R_D \cdot D_{t-1}}{(1+R_D)^t} + \frac{TV_{tT}}{(1+R_D)^n} - D \quad (3.1)$$

n – прогнозний період, визначається з урахуванням специфіки діяльності оцінюваного підприємства: життєвого циклу продукції, графіка обслуговування довгострокової заборгованості, інвестиційних планів та прогнозів щодо очікуваних змін, що відбудуться в діяльності підприємства;
 FCF_t – прогноз вільного грошового потоку у періоді t;

Під TV у формулі 3.1. розуміється залишкова вартість підприємства (вартість реверсії або залишкова вартість). Вартість реверсії характеризує величину чистого грошового потоку, який можна отримати в результаті ліквідації (чи продажу) об'єкта оцінки. Оскільки за аналізованого методу мова йде про дві величини, що дисконтуються (вільний грошовий потік та податковий щит), залишкова вартість також розраховується у відношенні цих двох позицій. Алгоритм 3.2. пояснює, як розраховується теперішня вартість залишкової вартості відносно чистих грошових потоків ($PVTV_{FCF}$), а 3.3 – відносно податкового щита ($PVTV_{tT}$).

$$PVTV_{FCF} = \frac{TV_{FCF}}{(1 + R_E^u)^n} \quad (3.2)$$

$$PVTV_{tT} = \frac{T \cdot R_D \cdot D_{n-1}}{R_D} \quad (3.3.)$$

До переваг методу APV слід віднести високу точність оцінок (за коректного розрахунку усіх параметрів). Окрім цього, ряд авторів вважає, що метод показує не лише вартість компанії, а й джерела її створення [79, с.142]. За використання методу виникає логічне запитання щодо порядку розрахунку фіктивної ставки витрат на власний капітал за припущення, що підприємство не має заборгованості. Ця проблема вирішується за допомогою класичного алгоритму моделі оцінки доходності капітальних активів (CAPM). Однак, замість фактора β_L (систематичний ризик підприємства, що має заборгованість) у модулі слід використати фактор β_U (систематичний ризик підприємства, що не має боргів). Алгоритм розрахунку ставки витрат на власний капітал (за відсутності заборгованості) набуває такого вигляду:

$$R_E^U = rf + MRP \cdot \beta_U \quad (3.4)$$

Показники rf та MRP у формулі 3.4. характеризують безризикову ставку доходності та ринкову премію за ризик на визначеному ринку капіталів (зокрема, в Україні). Для розрахунку бета-фактора, очищеного від впливу фінансових ризиків, що пов'язані зі структурою капіталу доцільно скористатися відомою адаптаційною формулою Міллера-Модільяні (алгоритм 3.4). Як очищений від впливу заборгованості бета (β_U) приймаються проміжні дані, які отримані у результаті операції очищення бета від впливу ризиків структури капіталу (unlevering) та агрегування відповідних показників. В таблиці 2.10 (розділ 2) наведені відповідні розрахунки по ПАТ «ЗСК», що досліджується. Підставивши в алгоритм 3.4. відповідні дані отримаємо значення фіктивної ставки витрат на капітал підприємства (за припущення, що воно повністю фінансується за рахунок власного капіталу) на рівні 19 відсотків.

Оцінку вартості підприємств, що опинилися в кризі доцільно здійснювати ураховуючи ту обставину, що фінансовий стан та фінансова діяльність

підприємства характеризується нестабільними прогнозами грошових потоків та нестабільною структурою капіталу. Наслідком останнього є індивідуальна для кожного періоду ставка дисконтування. Рекомендується так званий ретроградний порядок розрахунку як ставки дисконтування, так і вартості компанії в цілому, за якого, для розрахунку вартості підприємства у періоді t необхідно використати дані щодо вартості, величини грошових потоків та ставки дисконтування у періоді $t+1$. Базою для ретроградних (зворотніх) розрахунків є інформація щодо показників пост- прогнозного періоду (період $n+$), в якому очікується стабілізація грошових потоків, структури капіталу та ставки витрат на капітал.

Дослідимо більш глибоко порядок використання методу APV у разі двохфазної моделі розрахунку за ретроградним (зворотнім) підходом. При цьому скористаємося інформацією щодо антикризового фінансового планування ПАТ «ЗСК». Сутність підходу полягає в тому, що спочатку розраховується вартість компанії у постпрогнозному періоді. Залишкова вартість при цьому розраховується за формулою довічної ренти, як відношення грошового потоку у постпрогнозному періоді до коефіцієнта, що характеризує ставку дисконтування. Відповідні розрахунки проводяться як щодо вільного грошового потоку так і щодо податкового щита. Вартість підприємства у постпрогнозному періоді дорівнює сумі залишкової вартості FCF та податкового щита, які зменшуються на величину позиченого капіталу.

Вартість компанії у останньому прогнозному періоді (у нашому дослідженні – це 2017р.) дорівнює вартості у постпрогнозному періоді, однак, розраховується як приведена до теперішньої вартості сума TV та FCF у постпрогнозному періоді, дисконтний множник - за перший період, оскільки постпрогнозний період по відношенню до останнього періоду буде першим періодом. Для розрахунку вартості компанії (EV) по чистих грошових потоках в останньому прогнозному періоді (n) рекомендується наступний алгоритм:

$$EV_n = \frac{TV + FCF_{n+}}{1 + R_E^{\frac{1}{n}}} \quad (3.6)$$

Аналогічний алгоритм діє для розрахунку вартості за податковим щитом, лише з тією різницею, що дисконтується залишкова вартість та грошовий потік,

що генеруються податковим щитом зі ставкою дисконтування, що відповідаю ставці залучення позик. Вартість у наступному періоді (2016р.) визначається як сума теперішньої вартості суми TV та FCF у постпрогнозному періоді (дисконтний множник за другий період) та FCF у 2017р. (дисконтний множник у першому періоді) з відповідним урахуванням податкового щита. Вартість підприємства у наступних періодах розраховується аналогічним чином.

Для розуміння переваг та недоліків методу APV, а також з'ясування можливостей його використання для цілей антикризової фінансової діагностики апробуємо його на прикладі одного із досліджуваного підприємств - ПАТ "ЗСК" («Звенигородський сироробний комбінат»). Загальна фінансово-економічна характеристика підприємства та ключові показники, необхідні для розрахунку вартості були досліджені у розділі 2 дисертації. В додатках К-М та додатку Н наведені фактичні та прогнозні показники, які характеризують динамку фінансових результатів, ключових показників балансу та руху грошових коштів підприємства. Зазначені показники слугують базою для застосування методу APV для цілей моніторингу вартості підприємства. Для забезпечення повноцінного моніторингу планові показники вартості та фінансові параметри, що її визначають доцільно порівнювати з фактичними. Для цього рекомендується форма, наведена в додатку Н. Завдяки такому підходу до моніторингу у процесі антикризового контролінгу можна не лише з'ясувати тенденції щодо вартості підприємства, а й дослідити причини та фактори, що зумовили відхилення фактичних показників вартості від їх прогнозних величин.

Водночас, метод APV, на наше переконання, характеризується окремими недоліками, що можуть ускладнити його використання для цілей оцінки фінансово-неспроможних підприємств в українських умовах. Зокрема, через значну частку кредиторської заборгованості у структурі капіталу підприємств, а також складність ідентифікації платного та безоплатного позикового капіталу, досить складно визначити величину податкового щита (економії на податкових платежах). Зазначена проблема загострюється також, через постійні зміни у податковому законодавстві, що ускладнюють довготермінові прогнози

податкового щита. Окрім цього, метод передбачає використання ставки дисконтування, яка відповідає ставці витрат на власний капітал підприємства за гіпотетичного припущення, що воно не має заборгованості. Для цього необхідно розраховувати систематичний ризик підприємства, у якого відсутня заборгованість. З цією метою здебільшого використовують адаптаційні алгоритми, що ґрунтуються на напрацюваннях Міллера та Модільяні [85, с.433-443]. Однак, висновки Міллера та Модільяні справджуються лише за припущення про відсутність ризик банкрутства та трансакційних витрат. У зв'язку з тим, що ризик банкрутства фінансово-неспроможних підприємств є досить високим, на наш погляд, при розрахунках вартості його неможливо ігнорувати. Саме тому, використання методу APV для цілей антикризового моніторингу супроводжується окремими проблемами.

Альтернативним методом комплексного моніторингу вартості підприємства є так званий метод WACC, зокрема, його модифікація - метод дисконтування вільного грошового потоку (FCF). За цього методу, ефект податкового щита ураховується у ставці дисконтування. Базова ж величина, що підлягає дисконтуванню – показник FCF обчислюється за аналогічною схемою, що діє для методу APV. За використання методу FCF набагато легше урахувати податковий щит (при розрахунку середньозваженої вартості капіталу). Якщо ж підприємство знаходиться в кризі, то воно характеризується незадовільною структурою капіталу. Враховуючи цю обставину, у плані антикризових заходів обов'язково мають бути передбачені заходи щодо досягнення цільової (задовільної) структури капіталу. Згідно з результатами досліджень ряду вчених (П. Гантенбайн, М. Геріг, Р. Дітріх, Ш. Діркес), метод FCF є прийнятним для підприємств, які мають чіткі цільові орієнтири щодо структури капіталу, тобто реалізують політику вартісно-орієнтованого фінансування (задана структура капіталу) [135, 136]. Алгоритм розрахунку вартості підприємства методом FCF за умови нестабільних прогнозів грошових потоків (двохфазна модель) набуває такого вигляду:

$$EV_{FCF} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+R_{WACC_T})^t} + \frac{TV_{FCF}}{(1+R_{WACC_T})^n} - D + NOA \quad (3.7)$$

R_{WACC} - коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування (з урахуванням податкового мультиплікатора T); TV_{FCF} - вартість реверсії (*Terminal Value*), вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується за період, що настає за прогнозним. Вартість реверсії визначається виходячи з очікуваних результатів найбільш ефективного використання активів підприємства в період, що настає за прогнозним, на підставі грошових потоків, отримання яких передбачається після прогнозного періоду, з урахуванням (у разі наявності) тенденції до їх рівномірного збільшення (зменшення). NOA – неопераційні активи (*Non Operating Assets*), що є на балансі підприємства.

Враховуючи окреслені вище особливості оцінювання підприємств, що знаходяться в кризі, а також схему розрахунку вартості за методом APV визначимо порядок оцінки досліджуваної компанії за методом FCF. Ключові показники фінансової звітності та їх прогнозні значення наведено в додатках К-Н. Враховуючі значний рівень невизначеності при прогнозуванні показників підприємства, обмежимося прогнозним горизонтом в три роки. В таблиці 3.6 наведено зведені дані розрахунку вартості компанії для кожного періоду за методами APV та FCF.

Як впливає з наведеної в таблиці 3.6 інформації, різниця в оцінках вартості за різними методами є досить значною. Причому різниця мінімізується разом із стабілізацією структури капіталу. Що вищими є коливання у структурі капіталу підприємства, тим більшою є різниця в оцінках. Відповідь щодо різниці в оцінках криється також у величині ставки витрат на власний капітал. У нашому аналізі ставка витрат на власний капітал протягом усіх періодів прогнозного горизонту залишалася незмінною. Тобто був проігнорований вплив ризиків структури капіталу на ставку витрат на власний капітал. Результати розрахунків за обома методами будуть ідентичними лише у разі, якщо справджується наступна рівність, обґрунтована Міллером та Модільяні:

$$R_{E,t}^D = R_E^U + (R_E^U - R_D) \cdot (1 - T) \cdot \frac{D_{t-1}}{E_{t-1}} \quad (3.8)$$

Таблиця 3.6

**Результати розрахунку вартості підприємства за методами
APV та FCF (2014-2017рр.), млн. грн**

План період	t=2014	t=2015	t=2016	t=2017	t=2017+
Метод APV					
ReU	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Rd	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
D	37,07	48,81	44,6	46	40
EV netto	170,88	195,63	217,10	219,06	225,16
D/C	0,178262	0,19968	0,17042	0,17355	0,15085
Різниця між оцінками вартості підприємства за APV та балансовою вартістю ВК	29,42	51,17	51,64	45,77	59,95
FCF (стабільна ставка витрат на власний та позичений капітал)					
Re	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
Evnetto	145,43	168,7	187,9106	190,4	196,400
D/C	0,203123	0,224403	0,191819	0,194585	0,169205
Rwacc	0,210237	0,209281	0,207111	0,210434	0,210102
Різниця між оцінками вартості підприємства за FCF та балансовою вартістю ВК	3,97	24,24	22,45057	17,11	31,19
Різниця в оцінках (APV-FCF)	25,45	26,93	29,19	28,66	28,76

Для того, щоб рівність 3.8 справджувалася, необхідним є урахування при розрахунку ставки витрат на власний капітал впливу ризику структури капіталу. На практиці це є досить трудомістким завданням, для вирішення якого необхідно скористатися складним математичним апаратом. У цьому разі мала б місце значна ймовірність невиконання принципу економічності, тобто витрати на розрахунок вартості компанії та її моніторинг перевищували б позитивний ефект. Окрім цього, аналогічно до методу APV, метод FCF дає об'єктивні результати лише за рестриктивних припущень Міллера та Модільяні, тобто, характеризується тими ж недоліками.

Враховуючи вищевикладену аргументацію, переваги та недоліки окремих методів оцінювання вартості підприємств, їх складність та адекватність можна зробити висновок, що найбільш прийнятним методом оцінки вартості для цілей моніторингу вартості підприємств, що знаходяться в кризі є метод скоригованої теперішньої вартості – метод APV.

Результати моніторингу вартості компанії мають бути наведені у регулярному звіті про вартість, який має бути складовою фінансової звітності. З огляду на те, що для більшості адресатів фінансової інформації щодо підприємства найважливішим показником є вартість компанії, результати її моніторингу можуть з високим рівнем об'єктивності виконувати завдання, що ставляться перед антикризовою фінансовою діагностикою. З теоретичної точки зору, моніторинг показників вартості та звіт про вартість підприємств слугують зменшенню інформаційної асиметрії між підприємством та існуючими і потенційними капіталодавцями. Звіт про вартість слід розглядати як складову заходів з фінансової комунікації підприємства. Як справедливо зазначає О. Андрощук, для підприємства надання такої звітності є складовою заходів з інвестор рілейшнз, які спрямовані на підвищення якості комунікації з ринком, що своїм наслідком має зменшення вартості залучення капіталу та підвищення ринкової капіталізації підприємства. Звіт про вартість підприємства можна віднести до числа дієвих інструментів підвищення рівня інформаційної прозорості компанії [137, с. 380-381]. Як продукт моніторингу вартості компаній, звіт про вартість має містити інформацію щодо актуальних трендів вартісно-орієнтованих показників, фактори, що впливають на вартість та їх розвиток, потенціал зростання вартості. Звіт про вартість підприємства дисертантом розглядається як складова антикризової фінансової комунікації – з одного боку, та інструмент забезпечення інформаційної функції корпоративних фінансів – з іншої. Важливим завданням звіту про вартість підприємств, що знаходиться в кризі є запобігання недооцінки таких підприємств, що досить часто має місце на практиці. Завдяки цьому можна досягти зменшення витрат на капітал, що залучається на фінансування антикризових заходів. Слід також підкреслити, що оцінка вартості має проводитися також відносно тих активів, які

у рамках реалізації антикризової концепції мають бути реалізовані. Окрім цього, оцінка проводиться у разі санаційної реорганізації підприємства та у процесі дью-діліженс.

Висновки до розділу 3

За результатами проведеного у третьому розділі дисертації дослідження можна сформулювати такі висновки і пропозиції:

1. Незалежно від обставин, за яких реалізуються антикризові заходи, їх планування має здійснюватися на двох рівнях: стратегічному та оперативному. Успішність антикризової фінансової стратегії підприємства визначається його здатністю до гнучкої адаптації до ризикових чинників зовнішнього середовища та ефективного впливу на нього. Для подолання розривів між стратегічними цілями підприємства та оперативними антикризовими заходами, урахування якісних чинників у процесі планування доцільно запровадити систему збалансованих показників, що є інтегрована у систему раннього попередження та реагування.

2. За результатами проведення критичного аналізу Типової форми плану санації боржника у справі про банкрутство обґрунтовано ряд методичних рекомендацій, спрямованих на удосконалення її структури та змісту, зокрема: в систему антикризового планування слід ввести стратегічну складову; необхідно конкретизувати порядок здійснення фінансової діагностики (переведення цієї складової антикризової концепції із декларативного у прагматичний рівень); інтегрування планових заходів з відновлення платоспроможності боржника та погашення вимог перед кредиторами у систему стратегічного та оперативного планування з підкріпленням конкретними плановими показниками; розробка інтегрованої системи антикризових планів, у тому числі їх форм (план фінансових результатів, план руху грошових коштів, графіки залучення та погашення позик, інвестиційний план, плановий баланс); невід'ємною складовою плану антикризових заходів має бути прогнозна оцінка ефективності антикризових заходів.

3. Пропоновані новації щодо побудови збалансованої системи показників як інструменту антикризового фінансового контролінгу описуються наступним чином: за фінансовою проекцією BSC запроваджено специфічні показники (вартісно-орієнтований показник ROCE, абсолютний показник вартості компанії та інтегральний показник фінансового стану), які здатні своєчасно сигналізувати про кризові явища, а також уможливають якісний моніторинг ходу виконання антикризової стратегії; традиційну проекцію «ринок/клієнти» доповнено опцією «постачальники»; стратегічні цілі розщеплено о розрізі окремих планових періодів. Кінцева стратегічна ціль має відображатися в останньому плановому періоді.

4. Важливим напрямком антикризового фінансового контролінгу є контролінг витрат, який має бути сфокусований на ощадливе використання ресурсів та на їх раціональний розподіл. Завдяки заходам зі зменшення потреби у фінансових ресурсах контролінг витрат здійснює посильний внесок у фінансове забезпечення антикризових заходів з одного боку, та у генерування доданої вартості підприємства – з іншого. Одним із дієвих методів, який сприяє досягненню відповідного блоку цілей антикризового фінансового контролінгу на основі зменшення непрямих витрат є метод планування та контролю витрат у розрізі окремих процесів. Метод спрямований на раціоналізацію розподілу витрат на основі аналізу доцільності та ефективності кожної операції та процесу на підприємстві. Доведено, що для підприємств, що знаходяться в кризі, імплементація методу має відноситись до першочергових завдань.

5. Попроцесний метод контролінгу витрат дає можливість ідентифікувати процеси, які створюють додану вартість і навпаки. Виходячи з відповідної інформації вживаються раціоналізаторські заходи щодо обмеження процесів, які здійснюють мінімальний внесок у створення вартості, або ж взагалі її поглинають. Базовими величинами про цьому є витрати на процеси та витрати на кост-драйвери. На основі їх аналізу виявляються резерви зниження витрат. Процеси та операції, які безпосередньо не спрямовані на генерування вартості можна оптимізувати чи скоротити (без погіршення якості обслуговування

клієнтів та якості продукції). Наприклад, на основі зміни дизайну продукції, оптимізації поставок, оптимізації закупок.

6. Для цілей антикризового моніторингу найбільш прийнятним є показник внутрішньої (фундаментальної) вартості підприємства, який, за інших рівних умов, є орієнтиром для ринкової вартості. Під внутрішньою вартістю (*intrinsic value*) слід розуміти вартість підприємства, яка випливає із стану внутрішніх параметрів діяльності та реального потенціалу підприємства генерувати грошові потоки. Отже, оцінка вартості компанії, що знаходиться в кризі має здійснюватися з використання методів доходного підходу.

7. Враховуючи проведені дослідження щодо особливостей використання, переваг та недоліки окремих методів оцінювання вартості підприємств, їх складність та адекватність можна зробити висновок, що найбільш прийнятним методом оцінки вартості для цілей моніторингу вартості підприємств, що знаходяться в кризі є метод скоригованої теперішньої вартості – метод APV. Характерні особливості методу полягають у такому: дисконтуванню підлягає незалежний від фінансування чистий грошовий потік з урахуванням корекції на величину податкового щита; фактична структура капіталу не приймається до уваги; визначається ринкова вартість податкового щита щодо позичкового капіталу, який фактично має місце.

8. У міжнародній практиці та у вітчизняних стандартах оцінки вартості постулюються наступні методичні підходи витратний, дохідний та порівняльний. Водночас, в теорії і практиці мають місце методи оцінки, що поєднують у собі елементи декількох методичних підходів, здебільшого витратного та доходного. Серед найвідоміших із таких методів є метод усередненої оцінки, швейцарський та штутгартських методи. Для характеристики зазначених методів, існуючу класифікацію методичних підходів до оцінки пропонуємо доповнити додатковим елементом - комбінований підхід, що ґрунтується на поєднанні в одному методі оцінки декількох методичних підходів.

Основні результати дисертаційного дослідження, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [99, 138, 139, 140].

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне обґрунтування та запропоновано нове вирішення важливого завдання, що полягає у розробці науково-методичних та практичних рекомендацій з імплементації антикризового фінансового контролінгу на підприємствах. Проведене дослідження дало змогу сформулювати наступні висновки:

1. За результатами дослідження теоретичних засад антикризового фінансового контролінгу обґрунтовано нагальну необхідність його впровадження на підприємствах, що функціонують в умовах невизначеності, підвищених ризиків та перманентної макроекономічної кризи. Для з'ясування сутності антикризового фінансового контролінгу проведено дослідження наступного ланцюга дефініцій: управління підприємством – контролінг – фінансове управління – фінансовий контролінг – антикризове фінансове управління – антикризовий фінансовий контролінг. Визначено, що антикризовий фінансовий контролінг є сукупністю інструментів, які забезпечують інформаційне забезпечення, методичну підтримку, координацію, моніторинг та контроль реалізації антикризових фінансових рішень.

2. Доведено, що фінансовий контролінг на підприємствах, що знаходяться в кризі, характеризується такими особливостями: загострення конфлікту цілей на різних рівнях управління фінансами потребує координаційної функції контролінгу з метою нейтралізації причин та наслідків конфліктів інтересів; притаманний фінансовій кризі високий рівень невизначеності, операційних та фінансових ризиків вимагає від контролінгу якісного методичного забезпечення діагностування кризи, антикризового планування, оцінки ефективності, контролю та моніторингу антикризових заходів; для зниження високого рівня витрат необхідним є запровадження інноваційних інструментів контролінгу витрат; високий рівень інформаційних ризиків в умовах фінансової кризи має бути знижений через запровадження антикризової фінансової комунікації та моніторингу антикризових заходів; загроза «опортуністичної» поведінки щодо

підприємства окремими учасниками фінансових відносин має бути нейтралізована на основі запровадження дієвого контролю реалізації антикризових планів та оперативної звітності, зокрема, звіту про вартість підприємства.

3. Для успішного виконання завдань своєчасного виявлення ризиків, загроз, шансів та додаткових можливостей для підприємств, ідентифікації симптомів та причин кризи на підприємствах має бути розроблена та впроваджена система антикризового фінансового контролінгу. Доведено, що антикризовий фінансовий контролінг є самостійною системою, оскільки є сукупністю взаємопов'язаних елементів, які пов'язані спільними функціями та діють як єдине ціле відповідно до визначеної мети. Обґрунтована система антикризового фінансового контролінгу включає в себе чотири підсистеми (раннього попередження та реагування, стратегічного та оперативного планування, моніторингу та контролю, антикризової фінансової комунікації), а також характеристику їх функцій, завдань, методів та інструментів.

4. Одним із ключових інструментів антикризового фінансового контролінгу та складовою підсистеми раннього попередження та реагування є фінансова діагностика підприємства. Визначено, що під фінансовою діагностикою слід розуміти комплекс кількісних та якісних методів аналізу фінансово-економічної інформації внутрішнього та зовнішнього характеру, який дозволяє забезпечити своєчасне виявлення фінансової кризи та реагування на неї. Проведений аналіз підприємств досліджуваної сукупності з використанням традиційних методів діагностики засвідчив, що вони не формують повної та об'єктивної інформації щодо раннього виявлення фінансової кризи. З метою забезпечення дієвої антикризової фінансової діагностики підприємства необхідно проаналізувати показники, які враховують його якісні характеристики, ризики та витрати на капітал. У рамках фінансової діагностики аналізу мають підлягати не лише дані минулих звітних періодів, а й прогнозні оцінки.

5. Інноваційним підходом до антикризової фінансової діагностики підприємств слід вважати застосування для цих цілей вартісно-орієнтованої

системи показників. Використання вартісно-орієнтованих показників дозволить оперативно реагувати на негативні фактори, що можуть вплинути на вартість компанії. Визначено, що впровадження в систему діагностики вартісно-орієнтованої складової сприятиме підвищенню опору підприємства до екзогенних та ендогенних факторів кризи. У цьому зв'язку концепція вартісно-орієнтованого контролінгу має бути доповнена елементом антикризової фінансової діагностики. Для цих цілей доцільно використати комбінацію відносного вартісно-орієнтованого показника ROCE та абсолютного показника економічної доданої вартості.

6. На основі дослідження переваг та недоліків окремих методичних підходів до антикризової фінансової діагностики, доведено, що жоден із них за його індивідуального використання не в змозі задовольнити усіх вимог, що ставляться перед антикризовою діагностикою. Вирішити проблематику антикризової діагностики до певної міри дозволяє застосування системного підходу, який полягає у комплексному дослідженні системи факторів та параметрів фінансового стану підприємства. Комплексне дослідження у цьому контексті означає використання сукупності аналітичних методів до окремих факторів та параметрів фінансового стану. Обґрунтований в роботі системний підхід до фінансової діагностики включає в себе поєднання елементів трьох методичних підходів: прогнозування платоспроможності на основі розрахунку показника покриття боргу, визначення інтегрального показника фінансового стану на основі аналізу звітної інформації, оцінку потенціалу зростання вартості на основі розрахунку вартісно-орієнтованих показників.

7. Незалежно від обставин, за яких реалізуються антикризові заходи, їх планування здійснюється на двох рівнях: стратегічному та оперативному. Успішність антикризової фінансової стратегії підприємства визначається його здатністю до гнучкої адаптації до ризикових чинників зовнішнього середовища та ефективного впливу на нього. Обґрунтовано, що для подолання розривів між стратегічними цілями підприємства та оперативними антикризовими заходами, урахування якісних чинників у процесі планування доцільно запровадити систему збалансованих показників, що має бути інтегрована у систему

раннього попередження та реагування. Ключовими індикаторами, які пропонується включати у фінансову проєкцію, є вартісно-орієнтований показник ROCE, абсолютний показник вартості компанії та інтегральний показник фінансового стану.

8. Важливим напрямком антикризового фінансового контролінгу є контролінг витрат, який має бути сфокусований на ощадливе використання ресурсів та на їх раціональний розподіл. Завдяки заходам зі зменшення потреби у фінансових ресурсах контролінг витрат суттєво впливає на фінансове забезпечення антикризових заходів, з одного боку, та генерування доданої вартості підприємства – з іншого. До числа антикризових заходів підприємств слід віднести запровадження інноваційних методів управління витратами, зокрема, тих, що дозволяють раціоналізувати та зменшити непрямі витрати. Одним із таких методів є попроцесний метод контролінгу витрат. Метод планування та контролю витрат у розрізі окремих процесів спрямований на раціоналізацію розподілу витрат на основі аналізу доцільності та ефективності кожної операції та процесу на підприємстві. Він дає можливість ідентифікувати процеси, які створюють додану вартість, і навпаки. Виходячи з відповідної інформації, вживаються раціоналізаторські заходи щодо обмеження процесів, які здійснюють мінімальний внесок у створення вартості або ж взагалі її поглинають.

9. Для цілей антикризового моніторингу найбільш прийнятним є показник внутрішньої (фундаментальної) вартості підприємства, який, за інших рівних умов, є орієнтиром для ринкової вартості. Під внутрішньою вартістю слід розуміти вартість підприємства, яка впливає із стану внутрішніх параметрів діяльності та реального потенціалу підприємства генерувати грошові потоки. Враховуючи проведені дослідження особливостей використання, переваг та недоліків окремих методів оцінювання вартості підприємств, їх складність та адекватність, доведено, що найбільш прийнятним методом оцінки вартості для цілей моніторингу вартості підприємств, що знаходяться в кризі, є метод скоригованої теперішньої вартості – метод APV. З використанням зазначеного методу було продемонстровано, що у разі успішної

реалізації плану антикризових заходів, у тому числі заходів з розбудови антикризового фінансового контролінгу, вартість досліджуваного підприємства зросте вдвічі.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Лігоненко Л.О. Банкрутство та санація суб'єктів господарювання в Україні: монографія / Л.О. Лігоненко, О.О. Хіленко, І.І. Дянков; за ред. Л.О. Лігоненко. - К.: КНТЕУ, 2011. - 348 с.
2. Бланк, И. А. Антикризисное финансовое управление предприятием
3. / И. А. Бланк. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2006. – 672 с
4. Терещенко О.О. Антикризисне фінансове управління на підприємстві: [монографія] / О. О. Терещенко. – К. КНЕУ, 2008. – 268с.
5. Антикризисное управление підприємством: Навч. посіб./ З.Є. Шершньова, В.М. Багацький, Н.Д. Гетманцева; За заг. ред. З.Є. Шершньової. - К.: КНЕУ, 2007. - 680 с.
6. Островська О.А. Економічна безпека та місце інноваційних діагностичних продуктів у її забезпеченні / О.А.Островська, О. Б. Соколова // Науковий збірник «Наукові праці НДФІ». - 2011. - випуск 3 (56). - С. 110 – 120.
7. Krystek U., Moldenhauer P., Evertz D. Controlling in aktuellen Krisenerscheinungen: Lösung oder Problem?/ У.Крystек, Р. Moldenhauer, Д. Evertz // Controlling & Management. – 2009. – No 3, - S. 164 – 168.
8. Богдан Т.П. Тренди глобального фінансового ринку під впливом боргових процесів у розвинутих країнах / Т.П. Богдан // Фінанси України – 2014. - №7 – С. 31-48.
9. Мельник В. М. Оптимізація фінансової архітектури збиткових підприємств України: [монографія]/ В.М. Мельник, Н.В. Бичкова, І.М. Калінська. Тернопіль: Астон, 2013 – 204с.
10. Поддєрьгін А.М., Корнилюк А.В. Фінансування інноваційного розвитку харчової промисловості України: [монографія] / А.М. Поддєрьгін, А.В. Корнилюк. – К. КНЕУ, 2014. – 196с.
11. Horvath P. Controlling - 10., überarb. Aufl. / Horvath P. – München: Vahlen, 2006. – 907S.
12. Wild J. Unternehmensführung/ J. Wild – Festschrift von E. Kosiol, Berlin, 1974. – 158 S.

13. Терещенко О.О. Фінансовий контролінг / О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк. – К.: КНЕУ, 2013. – 407с.
14. Стефаненко М.М. Застосування методологічного інструментарію контролінгу в фінансовому управлінні вітчизняних підприємств / М.М. Стефаненко // Фінанси України – 2007. – № 5. – С. 144-151.
15. Blazek A., Deyhle A. Treasurer- und Controller-Aufgaben. 3. Auflage / A. Blazek, A. Deyhle – Gauting/Muenchen, 1986. – S. 31-45.
16. Solomon E. Theory of Financial Management. / E. Solomon - Columbia University Press (New York), 1969. – 450p.
17. Schmalenbach E. Zur Reform der Aktienbilanz. / Schmalenbach E. // Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung. – 1927, No. 58. – S.49-58.
18. Gutenberg E. Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Band 3: Die Finanzen/ Gutenberg E Berlin/Heidelberg: Springer-Verlag 1969, 1980 (8. Auflage) – 424 S.
19. Фінанси підприємств / [Поддєрьогін А. М., Білик М. Д., Буряк Л. Д., Куліш А.П., Нам Г. Г., Потій В. З. та ін.]; за наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогіна. - 6-те вид. - К.:КНЕУ, 2006. – 552с.
20. Білик М. Д. Управління фінансами державних підприємств: [монографія] / М. Д. Білик. - К.: Т-во “Знання”, КОО, 1999. - 312с.
21. Зятковський І.В. Фінанси суб’єктів господарювання в умовах інституційних перетворень: [монографія] / І. В. Зятковський – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – 388с.
22. Інновації у фінансовій сфері: монографія / [В.М. Опарін, Т.В. Паєтко, В.М. Федосов та ін.] - К.: КНЕУ, 2013. – 444с.
23. Терещенко О.О. Вплив кризи на фінанси реального сектору економік та шляхи їх оздоровлення [монографія] // [А.І.Даниленко, В.В.Зимовець та ін.] - ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України. – К.: 2014. – 520.
24. Давиденко Н.М. Антикризове фінансове управління на підприємстві / Н. М. Давиденко // Вісник НУБІП. – 2015 - №3. – С.80-86.
25. Paul W. Die Rolle des Finanzchefs eines industriellen Unternehmen in

- krisenbedrohter Zeit // Corporate Finance. – 2012.- No. 7. – S. 367-373.
- 26.Островська О. А. Інноваційний ресурс контролінгу в антикризовому управлінні фінансами підприємств / О. А. Островська // Фінанси України. - 2014. - № 3. - С. 100-113.
- 27.Дробишева, О. О. Теоретичні і практичні аспекти сучасного антикризового управління промисловим підприємством [Текст] / О. В. Коваленко, О. О. Дробишева // Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки : зб. наук. праць. – Запоріжжя : ЗНУ, 2010. – С. 34–42.
- 28.Мостенська Т.Л. Антикризове управління на етапі ранньої діагностики кризи / Т.Л. Мостенська // Вісник Запорізького національного університету – 2010. - №4(8). – С.267-272.
- 29.Грешко Р.І. Формування механізму фінансового оздоровлення підприємств у сучасних умовах / Р. І. Грешко // Науковий вісник Чернівецького національного університету: Збірник наукових праць. Вип. 669-671. Економіка. – Чернівці: Рута, 2013. – с. 78-82.
- 30.Терещенко О.О. Управління фінансовою санацією підприємств: [підручник] / О. О. Терещенко. - К.: КНЕУ, 2006. – 552с.
- 31.Боронос В. Г. Управління фінансовою санацією підприємств / В.Г. Боронос, І.Й. Плікус. – Суми: Сумський державний університет, 2014. – 457с.
- 32.Білик М. Д. Роль стабільної діяльності підприємств у їх фінансовій безпеці/ М.Д. Білик // Формування ринкових відносин в Україні. - НДЕІ при Мінекономіки України. - №5, 2008. – С.51-56.
- 33.Терентьєва А.В. Економічна природа антикризової діяльності підприємства / А. В. Терентьєва // Стратегія економічного розвитку України. - № 31. -2012. – С. 160-168.
- 34.Верховодова Л. Складання плану санації: методичні рекомендації та практичні поради/ Л. Верховодова. – К.: Центр комерційного права, 2013. – 112с.
- 35.Терещенко О.О. Професійні компетенції фінансового контролера та його

- роль у прийнятті фінансово-економічних рішень / О.О. Терещенко // Фінанси України. - 2014.- №8. – С.31-42.
- 36.Бланк И.А. Основы финансового менеджмента/ И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 1999. –Т1., – 592с.
- 37.Тарасюк М. В. Контроль та аналіз в системі контролінгу в управлінні торговельними мережами / М. В. Тарасюк // Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2009. – № 657. – С. 107-112.
- 38.Ванг Ш. Прояви контролінгу в НР Китай / Ш. Ванг // Контролінг у бізнесі: теорія і практика. Формування ринкової економіки. Спец. Випуск зб. наукових праць. – К. КНЕУ, 2008. – С. 20-25.
- 39.Heigl Anton: Controlling – Interne Revision, 2., neubearbeitete und erweiterte Auflage/ A. Heigl - Stuttgart, 1989. – 299S.
- 40.Фалько С. Г. Контроллинг для руководителей и специалистов / С. Г. Фалько – М.: Финансы и статистика, 2008. – 272с.
- 41.Терещенко О.О. Поняття „контролінг” та „управлінський облік” у теорії і практиці/ О.О. Терещенко // Фінанси України. - 2006. №8. – С.99-110.
- 42.Weber J., Schäffer U. Einführung in das Controlling: 14., überarbeitete und aktualisierte Auflage/ Jürgen Weber, Utz Schäffer – Schaeffer-Poeschel Verlag Stuttgart, 2014. - 548 S.
- 43.Лігоненко Л.О. Контролінг у торгівлі: монографія / Л.О. Лігоненко, О.А. Вержбицький. - К.: КНТЕУ, 2013. – 268с.
- 44.Frese E. Koordination. Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. 4. Auflage / E. Frese – in Wittmann W., 2 Bd., 1975. – S. 2263-2273.
- 45.Friedl G. Bergmann R. Controlling innovative projects with moral hazard and asymmetric information/ G. Friedl, R. Bergmann, in: Research Policy, Vol. 37, 2008, pp. 1504-1514.
- 46.Івахненко С. В. Фінансовий контролінг: методи та інформаційні технології / С. В. Івахненко, О. В. Мелих. – К.: Знання, 2009. – 319 с.
- 47.Савчук Д.Г. Сучасний стан та перспективи розвитку фінансового контролінгу / О.О. Терещенко, Д.Г. Савчук // Фінанси України. – 2011 № 2. – С. 117 – 126.

- 48.Ковалев Д.В. Определение компетенций контроллера с использованием матрицы РСММ/ Д. В. Ковалев // Формування ринкової економіки: Зб. наук. праць. Спец. вип., присвяч. Мжнар. наук.- практ. конф. «Контролінг у бізнесі: теорія і практика». – К.: КНЕУ, 2008. – С.214 - 221.
- 49.Weissenberger B. Göbel S., Kleine Ch. Wertorientierte Steuerung in der Krise?: Perspektiven für eine Neuausrichtung der Controllingarbeit/ Barbara E. Weißenberger, Sebastian Göbel und Christian Kleine // Controlling: Zeitschrift für erfolgsorientierte Unternehmenssteuerung.– 2011. – No. 1. – p.4-10.
- 50.Бабяк Н.Д. Контролінг ризиків проектів державно-приватного партнерства / Н.Д. Бабяк // Фінанси України. - 2014. - №6. – С. 95–111.
- 51.Marre G. Controlling in der Krise. /G. Marre, in: Schimke E., Töpfe A. Krisenmanagement und Sanierungsstrategien. - Landsberg L. 1985, S. 62 – 76.
- 52.Gleißner W. Kalwait R. Integration von Risikomanagement und Controlling – Plädoyer für einen völlig neuen Umgang mit Planungssicherheit im Controlling / W . Gleißner, R. Kalwait // Controller Magazin. – 2010. - Ausgabe 4. - S. 23 – 34.
- 53.Муравйов А.І. Концепція економічної діагностики та її роль в управлінні підприємством / А.І. Муравйов // Держава та регіони. – 2009. – № 3. – С. 134-139.
- 54.Костырко Л.А. Диагностика потенциала финансово-экономической устойчивости предприятия: Монография. – 2-е изд., переработ. и дополн. – Х.: Фактор, 2008 – С.137.
- 55.Костирко Р.О., Темнікова Н.В. Аналіз і діагностика фінансової спроможності підприємств в управлінні фінансовою безпекою держави: [монографія] / Р.О. Костирко, Н.В. Темнікова. – Луганськ: Вид-во «Ноулідж», 2013. – 192с.
- 56.Швиданенко Г.О. Сучасна технологія діагностики фінансово-економічної діяльності підприємства: монографія / Г.О. Швиданенко, О.І. Олексюк. – К.: КНЕУ, 2002. – 192 с.
- 57.Родионова Н.В. Антикризисный менеджмент / Н.В. Родионова.- М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2011. – 680 с.

- 58.Азаренкова Г. М., Бондаренко І. Ю., Азаренков С. Г. Забезпечення фінансової безпеки підприємства як основи його ефективної діяльності / Г. М. Азаренкова, І. Ю. Бондаренко, С. Г. Азаренков. // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. - 2014. - № 1. – С. 168-176.
- 59.Kehrel U. Die Bedeutung des Insolvenzrisikos in der Unternehmensbewertung / U. Kehrel // Controlling & Management. – 2011. – No. 6, - S. 372-376.
- 60.Reichmann T. Die systemgestützte Controlling-Konzeption in Theorie und Praxis. / Reichmann T. // Controlling. – 2008. – No. 12, - S. 689 – 700.
- 61.Білик Г.Г. Моніторинг фінансового стану підприємства як інструмент управління / Г.Г. Білик // Фаховий журнал “Наукові праці” Чорноморського державного університету імені Петра Могили: Економічні науки. – Вип. 51. – Том № 64. – Миколаїв, 2007. – С. 65 – 70.
- 62.Крисоватий А.І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки /А. І. Крисоватий,В. М. Федосов,Н. С. Рязанова// Фінанси України. – 2013. – № 9. – С.7-27.
- 63.Roselieb F. Frühwarnsysteme in der Unternehmenskommunikation/ Roselieb F. - Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 512, Kiel, 1999. -240S.
- 64.Савчук Д. Г. Фінансовий контролінг на підприємстві в період економічної кризи / Д. Савчук //Ринок цінних паперів України . - 2012. - № 12. - С. 91-96.
- 65.Савчук Д.Г. Система антикризового фінансового контролінгу на підприємстві / Д.Г. Савчук // Наукові засади ресурсозбереження в системі антикризового управління і відтворення економіки. Матеріали міжнародної науково-практичної конференції, 30–31 січня 2015 р. – Хмельницький : Видавничий дім «Гельветика», 2015. – Ч. 2. – С. 122-124.
- 66.Савчук Д.Г. Розвиток концепції антикризового фінансового контролінгу на підприємстві/ Д.Г. Савчук/ Розвиток національних економік в умовах глобальної нестабільності // Перша міжнародна науково практична

- конференція 15 – 16 лютого, 2013 року – Одеса Вид-во «Гельветика» С. 182 -183.
- 67.Козаченко Г.В., Пономарьов В.П., Ляшенко О.М. Економічна безпека підприємства: сутність та механізм забезпечення: [монографія] / Г.В. Козаченко, В.П. Пономарьов, О.М. Ляшенко – К.: Лібра, 2003. – 280с.
- 68.Нескородева І.І., Пустовгар С.А. Діагностика банкрутства підприємства з використанням технології факторного аналізу / І.І. Нескородева, С.А. Пустовгар С.А. // Фінанси України. - 2014. - № 7. - С. 114-125.
- 69.Островська О.А. Інновації у фінансовій діагностиці вітчизняних підприємств / О.А. Островська // Фінанси України. - 2011. - №9. – С. 110-119.
- 70.Костирко Р.О. Фінансовий аналіз: Навч. Посібник / Р.О. Костирко. – Х.: Фактор, 2007. – 784с.
- 71.Підсумки роботи харчової промисловості за 2013 рік. Міністерство аграрної політики та продовольства України. Електронний ресурс. Режим доступу. <http://minagro.gov.ua/ministry?nid=4115>.
- 72.Москаленко В.П., Пластун О.Л. Комплексна оцінка фінансового стану підприємства як основа діагностики його банкрутства/ Москаленко В.П., Пластун О.Л. // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 6. – С. 180-192.
- 73.Терещенко О.О. Нові підходи до оцінки кредитоспроможності позичальників – юридичних осіб / О.О. Терещенко // Вісник НБУ. - 2012.- №1. – С. 26-30.
- 74.Баранівська Х.С. Особливості системи діагностики економічної стійкості як властивості підприємства/ Х.С. Баранівська // Стратегія економічного розвитку України. – 2011. - № 28. – С. 104-111.
- 75.Матвійчук А.В. Нечіткі, нейромережеві та дискримінантні моделі діагностування можливості банкрутства підприємств/ А.В. Матвійчук // Нейро-нечіткі технології моделювання в економіці. – 2013. - №2. – С.71-118.

76. Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, затверджений наказом Міністерства фінансів України № 859 20.07.2012. // Офіційний вісник України від 08.10.2012 — 2012 р., № 74, стор. 202, стаття 3013.
77. Терещенко О.О., Стецько М.В. Системи показників у концепції фінансового контролінгу у сфері бізнесу/ О.О. Терещенко, М.В. Стецько // Фінанси України. -2013.— №11.— С.66 -83.
78. Copeland Tom. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / Copeland Tom, Tim Koller, Jack Murrin. - 3d ed. New York: John Wiley & Sons, 2000. – 540p.
79. Stewart, G.B. The Quest for Value / G.B Stewart - New York: Harper and Collins, 1991. – 781 pp.
80. Ballwieser W., Hachmeister D. Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme. - 4. Aufl. / W. Ballwieser, D. Hachmeister. – Stuttgart: Schaeffer-Poeschel Verlag, 2013. – 264S.
81. Breuer W. Finanzierungstheorie: eine systematische Einführung / W. Breuer. – Wiesbaden: Gabler, 1998. – 558 S.
82. Давиденко Н.М. Структуризація капіталу в системі фінансової безпеки підприємства / Н.М. Давиденко // Вісник Одеського національного університету. Серія "Економіка». – 2014. – Т.19. - Випуск ¾. – С. 8-11.
83. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; пер. с англ. – 6-е издание – М.: Альпина Паблишерз, 2010. – 1338.
84. Терещенко О.О. Ймовірність дефолту підприємств та витрати на залучення капітал/ О.О. Терещенко // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2013. – С.65-71.
85. Damodaran A. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications, 2015 // Режим доступу: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
86. Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and Cost of Capital / F.Modigliani, M. Miller // AER. – 1963 – Vol. 53. – P.433-443.

- 87.Ковалев А. И. Управление реструктуризацией предприятия / А. И. Ковалев. - К.: АВРИО, 2006. – 368с.
- 88.Ковальов А. І. Організація та управління реструктуризацією підприємств промисловості/ А.І. Ковальов – Одеса: Пальміра, 2008. – 316с.
- 89.Журавська А.Р. Діагностика фінансового стану сільськогосподарських підприємств: проблеми та перспективи удосконалення / А.Р. Журавська // Вісник ЖНАЕУ – 2012. – №2. Т.2. – С. 357-365.
- 90.Ковалев В.В., Волкова О.Н. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / Ковалев В.В., Волкова О.Н. — М.: ООО «ТК Велби», 2002.— 424 с.
- 91.Лаврентьев Г.В., Лаврентьева Н.Б. Методологический анализ системного комплексного подходов и разработка электронного учебно-методического комплекса/ Г.В. Лаврентьев, Н.Б. Лаврентьева// «Известия АГУ»- Барнаул: Изд-во АлтГУ. - 2011.- №2/1 (70).- С. 16-21.
- 92.Протасов В.Н. Теория права и государства / В. Н. Протасов. Проблемы теории права и государства: Вопросы и ответы. — М.: Новый Юрист, 1999. —С. 161.
- 93.Шеремет А. Д. Методика финансового анализа / А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин – М.: ИНФРА. – 1996. – 175с.
- 94.Фінансовий менеджмент: [підручник] / [Поддєрьогін А. М., Білик М. Д., Буряк Л. Д. та ін.] ;за наук. ред. проф.. А.М. Поддєрьогіна. – К.: КНЕУ, 2005. – 536 с.
- 95.Фінансова діяльність підприємств: [підручник] / О.М. Бандурка, М. Я. Коробов, П. І. Орлов, К. Я. Петрова. – К.: Либідь. – 2003. – 384с.
- 96.Фінансова діяльність суб'єктів господарювання. / І.В. Зятковський, Л.І. Зятковська, М.В. Романів. – Чернівці: ЗУЕПУ – КП, видавництво „Золоті литаври”. – 2007. – 274с.
- 97.Грешко Р.І. Методичні підходи до оцінки неплатоспроможності промислових підприємств [розділ монографії «Теорія та практика застосування фінансових інструментів соціально-економічного розвитку України»] / [П.О. Нікіфоров, Н.Р. Швець, Р. І. Грешко та ін.]; за ред.:

- П.О.Нікіфорова, Н.Р.Швець. – Чернівці: Чернівецький нац. ун-т, 2011. – 244с.
- 98.Савчук Д.Г. Фінансова діагностика як складова антикризового контролінгу на підприємстві // Економіст - №11, 2014. – С.41-44.
- 99.Савчук Д.Г. Вартісно – орієнтований контролінг – інноваційний ресурс управління корпоративними фінансами / О.О. Терещенко, Д.Г. Савчук // Фінанси України. – 2011. – № 12. – С. 77-88.
100. Савчук Д.Г. Антикризовий моніторинг підприємства на основі вартісно-орієнтованих показників / Д.Савчук// Зб. Наукових праць «Інноваційні виміри розвитку економіки в умовах глобалізації» / гол. ред. В.В. Прядко. - Чернівці: Технодрук, 2014. – с.208-211.
101. IDWS 6 „Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten” <http://www.idw.de/>
102. Andersch T., Philipp S. Anforderungen an der Erstellung von Sanierungskonzepten – erste praktische Erfahrungen mit dem neuen Standard IDW S6/ T. Andersch, S. Philipp S.// – CF. – 2010. - S. 205-208.
103. Thierhoff M., Müller R., Illy T., Liebscher M. Unternehmenssanierung / M.Thierhoff, R. Müller, T. Illy, M. Liebsche - Wirtschaftsrecht, Heidelberg, München, Landsberg, Frechen , 2012. – 448 S.
104. Азаренкова Г.М., Головка О.Г., Пономаренко В.А. Повышение результативности деятельности предприятия на основе анализа основных финансовых показателей / Г. М. Азаренкова, О. Г. Головка, В. А. Пономаренко // Научно-практический журнал «Эффективное антикризисное управление». – 2014. - № 1(82). – С. 54-64.
105. Білик М. Д. Стратегічне управління та стратегії підприємства / М.Д. Білик // Формування ринкових відносин в Україні. - НДЕІ при Мінекономіки України. - №4, 2009. – С.63-72.
106. Економічна теорія: політекономія: Підручник / За ред. В.Д. Базилевича. - 7-ме вид., стереотипне. - К. : Знання-Прес, 2008. - 719 с.
107. Азаренкова Г. М., Самородов Б. В., Бондарюк Н. А. Антикризисные инновации в управлении предприятиями/ Г. М. Азаренкова, Б. В.

- Самородов, Н. А. Бондарюк // *Бізнес Інформ.* – 2011. - № 2. – С. 71-74.
108. Атамас П. Й. *Управлінський облік: 2-ге видання. Навчальний посібник.* / П.Й. Атамас. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 440с.
109. Бутинець Ф. Ф. *Бухгалтерський управлінський облік.* / Ф. Ф. Бутинець та ін. - 3-те вид., доп. і перероб. — Житомир : ПП "Рута", 2005. — 480 с.
110. Голов С. Ф. *Управлінський облік: підручник* / Сергій Федорович Голов. — 4-те вид. — К. : Лібра, 2008. — 704 с.
111. Партин Г.О. *Управлінський облік* / Г. О. Партин, А. Г. Загородній. – К.: Знання, 2007.- 303с.
112. Пушкар М.С. *Теорія і практика формування облікової політики: моногр.* / М.С. Пушкар, М.Т. Щирба. – Тернопіль: Карт-бланш, 2009. – 260 с.
113. Череп А.В. *Управління витратами суб'єктів господарювання: монографія.* – Ч. I. – Вид. 2-ге, [стереот.]. – Х. : Вид. дім "ІНЖЕК", 2007. – 368 с.
114. Чумаченко М. *Дискусійні проблеми обліку витрат і калькулювання собівартості продукції* / М. Чумаченко, І. Білоусова // *Бухгалтерський облік і аудит.* – 2008. – № 10. – С. 3-7.
115. Пантелеєв В.П. *Внутрішньогосподарський контроль: методологія та організація: моногр.* / Пантелеєв В.П.; Державна академія статистики, обліку та аудиту. – К.: ДП “Інформ.-аналіт. агенство”, 2008. – 491 с.
116. Друри К. *Управленческий учет для бизнес-решений: [учебник]* / К. Друри ; [пер. с англ.] – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 655с.
117. Anthony R.N. *Management Control Systems* / Anthony R.N., Dearden J. - R.D. Irwin, 1984. - 650 p.
118. Küpper H.U. *Systeme der Kosten und Erlösrechnung – 8., überarb. Aufl.* / Küpper H.U., Schweitzer M. - München: Vahlen, 2003. – 650S.
119. Coenenberg A.. *Kostenrechnung und Kostenanalyse.- 6 Aufl./* Coenenberg A., Fischer T., Günter Th. - Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2007. – 922S.
120. Jonson H.T., Kaplan R.S. *Relevance Lost: The Rise and Fall of*

- Management Accounting / Jonson H.T., Kaplan R.S. – Boston MA, 1987. – 269 P.
121. Великий Ю.М. Управління витратами підприємства: монографія / Ю.М. Великий, В.В. Прохорова, Н.В. Сабліна. – Х. : Вид. дім "ІНЖЕК", 2009. – 192 с.
122. Deyhle A., Controller und Controlling/ A. Deyhle. – Bern: Paul Haupt, 1993. – 228S.
123. Ewert R. Interne Unternehmensrechnung. - 6. Aufl. / Ewert R., Wagenhofer A. – Berlin: Springer, 2005. – 760S.
124. Küpper H. Planungsverfahren und Planungsinstrumente als Instrumente des Controlling / Küpper H., Winckler B., Zwang S. // Die Betriebswirtschaft. – 1990 - S. 435-458.
125. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 16 "Витрати": Затв. наказом МФУ від 31.12.99 № 318.
126. Безверхий К. Класифікація непрямих витрат у системі управлінського обліку / К. Безверхий // Вісник КНТЕУ. – 2009. - №4. – С. 106-116.
127. Miller J. G., Vollman T.E. The hidden factory / Miller J. G., Vollman T.E.// Harvard Business Review. – 1985 – No. 63. – P. 142-150.
128. Хаммер М., Чампи Дж. Реинжиниринг корпорации: манифест революции в бизнесе. / М. Хаммер, Дж. Чампи – СПб.: СПГУ, 1997. – 550с.
129. Давиденко Н.М. Проблеми розвитку корпоративних фінансів у контексті забезпечення фінансової безпеки аграрного бізнесу / Н.М. Давиденко // Економіка: реалії часу. Науковий журнал. 2014. – № 5 (15). – с. 36-40.
130. Національний стандарт оцінки № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав, затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. N 1440 // Урядовий кур'єр від 15.10.2003 — № 193.

131. Національний стандарт оцінки № 3 "Оцінка цілісних майнових комплексів" затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 р. N 1665 // Урядовий кур'єр від 13.12.2006 — № 235.
132. Івасів І.Б. Управління вартістю банку: [монографія] / І. Б. Івасів – К.: КНЕУ, 2008 – 288 с.
133. Заворотній Р. І. Фінансова оцінка бізнесу: теорія, практика та інноваційні підходи: монографія / Р. І. Заворотній. – К.: КНЕУ, 2012. – 295 с.
134. Rubinstein M. Great moments in financial economics: Modigliani-Miller-Theorem / M. Rubinstein // Journal of Investment Management. – 2003. – Vol. 1. – P. 7-13.
135. Rapp M.S. Die arbitragefreie Adjustierung von Diskontierungssätzen bei einfacher Gewinnsteuer/ M.S. Rapp // Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung – 2006. - Vol. 58. - pp. 771-806.
136. Gantenbein P., Gehrig M. Moderne Unternehmensbewertung: Bewertungsziel mit Methodenmix erreichen / P. Gantenbein, M. Gehrig // Der Schweizer Treuhaender . – 2007. – No.9. – S. 602-612.
137. Dietrich R., Dierkes S. Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung / R. Dietrich, S. Dierkes. – Kohlhammer Stuttgart, 2015. – 430S.
138. Андрощук О. Місце звіту про вартість підприємства в системі управління фінансами / О. Андрощук // Формування ринкової економіки: збірник наукових праць. – К. КНЕУ, 2007. – С. 379-390.
139. Савчук Д. Г. Інноваційні інструменти антикризового фінансового контролінгу на підприємстві. / Д. Савчук // Науковий вісник Херсонського державного університету - 2014. - № 9. - С. 30-37.
140. Савчук Д.Г. Контролінг витрат у антикризовому фінансовому управлінні підприємством//_Облік і фінанси /Accounting and Finance - №4. - 2014. – с. 140-145.
141. Савчук Д.Г. Інноваційні інструменти планування та контролю витрат підприємств в умовах фінансової кризи / Д.Г. Савчук /Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури // Матеріали II

міжнародної науково – практичної конференції: Львів, 16 – 18 травня 2013. С. 208 – 210.

142. Hachmeister D. Finanzcontrolling/ D. Hachmeister // Controlling & Management. – 2006. – No.3. – S.1
143. Küpper H.U. Controlling / Küpper H.U. – Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2005. – 595S. – (5. Aufl.).
144. Mueller R. Finanzcontrolling / R. Mueller. – Wiesbaden: Gabler, 2008 – 382S.
145. Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями // Затверджено Постановою Правління Національного банку України 25.01.2012 № 23.
146. Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value. // Harvard Business Review. September 2006. – p. 68-76.
147. Rappaport Alfred. Shareholder Value./ Rappaport Alfred. – Stuttgart: Schaefer-Poeschel Verlag, 1999. – 244p.

Додатки

Розрахунок фінансових коефіцієнтів, що використовуються для розрахунку інтегрального показника фінансового стану ¹

Фінансовий коефіцієнт	Характеристика	Формула розрахунку
1	2	3
1. К ₁ – коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня)	Здатність підприємства покривати поточні зобов'язання оборотними активами	$\frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
2. К ₂ – проміжний коефіцієнт покриття	Здатність підприємства розраховуватися за своїми поточними зобов'язаннями монетарними оборотними активами. Характеризує очікувану платоспроможність боржника в короткостроковому періоді	$\frac{\text{Монетарні оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
3. К ₃ – коефіцієнт фінансової незалежності	Питома вага власного капіталу в загальному обсязі джерел фінансування. Характеризує ступінь залежності підприємства від позичкових джерел фінансування	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу (пасив)}}$
4. К ₄ – коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом	Рівень фінансування необоротних (довгострокових) активів за рахунок власного капіталу підприємства	Error!
5. К ₅ – коефіцієнт рентабельності власного капіталу	Ефективність використання капіталу підприємства, інвестованого власниками	$\frac{\text{Чистий прибуток/збиток}}{\text{Інвестований власний капітал}}$
6. К ₆ – коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ)	Характеризує рентабельність продажу за фінансовими результатами від операційної діяльності до оподаткування та здійснення витрат, пов'язаних із запозиченнями	$\frac{\text{Фінансові результати від операційної діяльності (ЕВІТ)}}{\text{Чиста виручка від реалізації}}$
7. К ₇ – коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами від звичайної діяльності (ЕВІТДА)	Характеризує рентабельність продажу за фінансовими результатами від звичайної діяльності до оподаткування, здійснення фінансових витрат та нарахування	$\frac{\text{Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування фінансових витрат та нарахування амортизації (ЕВІТДА)}}{\text{Чиста виручка від реалізації}}$

¹ Відповідно до Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями // Затверджено Постановою Правління Національного банку України 25.01.2012 № 23.

	амортизації	Чиста виручка від реалізації + інші операційні доходи
8. K_8 – коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком	Характеризує ефективність використання (рентабельність) активів підприємства	$\frac{\text{Чистий прибуток (збиток)}}{\text{Валюта балансу (актив)}}$
9. K_9 – коефіцієнт оборотності оборот-них активів	Характеризує ефективність використання оборотних активів підприємства	$\frac{\text{Чиста виручка від реалізації}}{\text{Оборотні активи}}$
10. K_{10} – коефіцієнт оборотності позичкового капіталу за фінансовими результатами від звичайної діяльності (EBITDA)	Здатність підприємства розраховуватися з боргами за рахунок внутрішніх фінансових джерел	$\frac{\text{Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування фінансових витрат та нарахування амортизації (EBITDA)}}{\text{Довгострокові та поточні зобов'язання}}$

Додаток Б.1

Діагностика фінансового стану на основі рейтингових оцінок вибіркової сукупності підприємств харчової промисловості України, 2013р.

Код підприємства	Категорія якості кредиту боржника	Інтегральний показник (Z)	Рейтинговий клас
1	2	3	4
1/19	1	1,76	1
2/20	2	-0,27	5
3/24	2	-0,78	7
4/64	5	-3,17	8
5/79	2	-0,90	7
6/101	3	-2,39	8
7/147	2	-2,29	8
8/177	2	-4,10	9
9/188	4	-0,92	7
10/192	2	-1,43	8
11/207	2	-1,60	8
12/214	5	-5,47	9
13/242	5	-1,42	8
14/246	2	-1,00	7
15/275	4	-0,75	7
16/277	2	-0,68	6
17/286	5	-1,78	8
18/299	4	-2,86	8
19/312	2	-1,65	8
20/315	2	-1,32	8
21/325	2	-0,69	6
22/334	4	-0,36	5
23/365	2	-0,25	5
24/394	4	-0,47	6
25/396	2	-4,96	9
26/402	4	-0,71	7
27/411	4	-0,80	7
28/423	2	-2,48	8
29/425	2	-0,80	7
30/428	2	-3,20	8
31/500	1	1,91	1

Інтерпретація рейтингових класів підприємства відповідно до положення НБУ
«Про порядок формування та використання банками України резервів для
відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями»

Standard & Poor's, Fitch IBCA	Moody's Rating	Оцінка	Клас боржника	Діапаз ймовірн дефолту
AAA	Aaa	Найвищий рівень спроможності виконувати зобов'язання та найменша ймовірність дефолту	Клас 1	0,01 – 0,02
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	Клас 2	0,03 – 0,06
BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Спекулятивні вкладення із нижче середнього рівнем спроможності виконувати зобов'язання. Високий рівень залежності від актуальних тенденцій економічного розвитку.		
B+ B B-	B1 B2 B3	Спекулятивні вкладення з недостатнім рівнем спроможності щодо виконання зобов'язань у довгостроковому періоді.	Клас 3	0,07 – 0,10
CCC	Ca	Високий спекулятивний рівень. Небезпека припинення виконання зобов'язань та дефолту	Клас 4	0,11 – 0,20
CC	Ca	Високий спекулятивний рівень. Висока ймовірність дефолту. Сумнівна заборгованість.	Клас 5	0,21 – 0,35
C	C	Дуже високий спекулятивний рівень та висока ймовірність виникнення проблемної заборгованості	Клас 6	0,36 – 0,50
D	-	Безнадійна заборгованість та дефолт.	Клас 7	0,51 – 0,75
			Клас 8	0,76 - 0,99
			Клас 9	1,0

Додаток В. 1

Показники результативності вибіркової сукупності провідних світових підприємств, 2014р.

Підприємство	База для розрахунків	Ключові показники	Ставка витрат на капітал	
			По компанії	По полях бізнесу
Allianz	Result	EVA®,	BI	BI
BASF	Result	WACC	BI	BI
Bayer	Cash-Flow	CFROI	BI	BI
Daimler Chrysler	Result	RONA, EVA ROE (FDL)	9,2%	Промисловість 13% Фінанси 14%
Deutsche Börse	Result	ROCE	8,8%	Фінансове посередництво 8,8%
E.ON	Result	ROCE, EVA	9,5%	Енергетика 9,9% Хімія 12% Нерухомість 7,6%
Henkel	Result	ROCE, EVA®	12%	BI
Linde	Result	ROCE	BI	BI
Lufthansa	Cash-Flow	CVA	8,7%	Пасажирські перевезення 8,7% Логістика: 9% Техніка 8,5% Кетерінг 7,9% ІТ послуги 9%
MAN	Result	ROI	BI	BI
Metro	Result	EVA®, Delta- EVA, ROCE	7,3	BI
RWE	Result	ROCE, EVA	9,5%	Електроенергія 10% Газ 10,7% Водопостачання 8,0%
Siemens	Result	EVA	8-10%	8-10%
Thyssen- Krupp	Result	ROCE, EVA	9,0%	Метал 10% Автобудування 9,5% Елеватор 9% Технології 10% Послуги 9% Real Estate: 7,5%
TUI	Result	ROA, ROE	BI	BI
Volkswagen	Result	ROI, EVA®,	7,7%	7,7%

Додаток В.2

**Абсолютні показники, що характеризують вартість підприємств
вибіркової сукупності за даними звітності (млн., грн.), 2014р.**

Підприємство	Абсолютні (балансові) показники звітності, що визначають вартість підприємства				
	Чисті активи	Статутний капітал	Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	ЕВІТДА	Чистий прибуток (збиток)
1/19	-8 477	5 000	-13 477	8066,00	1 835
2/20	-20 869	80 000	-111 852	8606,00	-3 382
3/24	-268 177	26 073	-294 250	5752,00	-67 445
4/64	-6 733	587	-8 065	-2919,00	-3 691
5/79	-1 201	400	-1 621	184,00	-128
6/101	-434 284	105 400	-539 684	48860,00	15 984
7/147	-26 136	20 117	-52 928	-5717,00	-5 772
8/177	-125 403	8 825	-170 688	-9548,00	-20 692
9/188	-23 654	2 918	-45 379	-7137,00	-11 493
10/192	-8 340	14 035	-22 437	-5888,00	-13 541
11/207	-1 977	1 773	-4 894	290,00	-228
12/214	-41 564	180	-52 981	-10493,00	-12 172
13/242	-27 694	7 181	-34 875	969,00	-4 020
14/246	-3 138	15 000	-18 138	-10860,00	-10 860
15/275	-50 579	8 940	-147 263	15803,00	4
16/277	-11 323	500	-11 823	4792,00	1 104
17/286	-13 095	265 000	-127 375	-26234,00	-27 556
18/299	-8 589	7 080	-17 531	-1103,00	-4 738
19/312	-40 791	3 678	-65 514	-3783,00	-14 099
20/315	-54 454	870	-62 199	-7316,00	-23 050
21/325	-7 072	7 000	-21 440	9572,00	-5 602
22/334	1 657	17 753	-16 096	-2569,00	1 256
23/365	-341	797	-1 138	-48,00	-486
24/394	-43 977	48 074	-92 051	51388,00	-70 264
25/396	-100 797	265 000	-127 375	13638,00	161
26/402	-13 494	13 250	-41 285	6984,00	-353
27/411	-11 841	60 496	-79 097	4421,00	-10 528
28/423	-15 535	20 274	-35 809	-4491,00	-6 386
29/425	-11 042	25 000	-36 042	2385,00	-12 304
30/428	-41 788	10 190	-51 953	-3284,00	-3 621
31/500	-97 438	0	-18 074	18987,00	9 331

Додаток В.3

Вартісно-орієнтована діагностика підприємств досліджуваної сукупності, 2014р.

Підприємство	Вкладений капітал (CE), млн.грн	NOPAT, млн.грн	WACC, %	ROCE, %	ROCE-WACC, %	EVA, млн. грн
1/19	32 498	11 253	24,38	34,63	10,25	3330,238
2/20	140 035	388	21,82	0,28	-21,54	-30170,5
3/24	805 941	69 903	25,12	8,67	-16,45	-132578
4/64	2 686	-3 089	22,62	-115,00	-137,62	-3696,49
5/79	733	-1 371	21,81	-187,04	-208,85	-1530,88
6/101	837 439	24 737	24,55	2,95	-21,60	-180860
7/147	57 518	-5 772	22,47	-10,04	-32,50	-18695,3
8/177	182 421	-4 875	23,80	-2,67	-26,47	-48293
9/188	65 943	-6 686	23,30	-10,14	-33,44	-22053
10/192	40 557	-898	23,19	-2,21	-25,41	-10304,2
11/207	6 900	132	22,73	1,91	-20,82	-1436,5
12/214	22 431	-11 729	22,20	-52,29	-74,49	-16709,5
13/242	48 653	1 232	24,42	2,53	-21,89	-10647,9
14/246	48 752	-10 860	23,44	-22,28	-45,71	-22286
15/275	360 737	886	23,68	0,25	-23,43	-84536
16/277	23 211	7 449	25,19	32,09	6,90	1602,198
17/286	303 030	-26 073	19,96	-8,60	-28,57	-86571,5
18/299	28 909	1 556	23,43	5,38	-18,04	-5216,48
19/312	70 423	3 146	23,17	4,47	-18,70	-13171,8
20/315	136 025	3 203	24,97	2,35	-22,62	-30766,5
21/325	79 176	17 080	24,21	21,57	-2,64	-2088,56
22/334	61 875	-10 552	23,56	-17,05	-40,62	-25132,3
23/365	4 500	-2 023	24,24	-44,96	-69,19	-3113,65
24/394	874 093	133 070	24,98	15,22	-9,76	-85320,6
25/396	390 732	17 920	21,17	4,59	-16,58	-64786,2
26/402	385 907	403	24,95	0,10	-24,84	-95870,2
27/411	140 606	9 565	21,74	6,80	-14,94	-21001,7
28/423	27 382	-5 392	20,79	-19,69	-40,48	-11083,6
29/425	33 000	-8 617	20,68	-26,11	-46,79	-15441,7
30/428	83 440	-5 623	24,57	-6,74	-31,31	-26127,2
31/500	152260	3060	22,97	2,00	-20,97	-31920

Додаток Д.

Прогнозний розрахунок коефіцієнта покриття боргу по ПАТ "ЗСК",
2014-2015рр.

Показники	Ряд	I		II		III		IV	
		план	факт	план	факт	план	факт	план	факт
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Залишки грошових коштів на банківських рахунках (12-13+15), на початок періоду	1	5475		5530		5535		5440	
Фінансові результати від операційної діяльності до оподаткування (прибуток +, збиток -)	2	500		600		600		700	
Амортизація необоротних активів (+)	3	2680		2680		2680		2680	
Фінансові витрати (+)	4	125		125		125		125	
Інші коригування (зміни в операційних оборотних активах та поточних зобов'язаннях), (±)	5	-100		-250		-350		-450	
(-) податок на прибуток	6	-500		-500		-500		-500	
Cash Flow операційний (без урахування відсотків)	7	8180							
Грошові надходження у результаті інвестиційної діяльності (+)	8	50		50		50		50	
Грошові видатки у результаті інвестиційної діяльності (-)	9	-2500		-2500		-2500		-2500	
Чистий грошовий потік за рахунок внутрішніх джерел (FCF з урахуванням залишків коштів)	10	5730		5735		5640		5545	
Надходження коштів у результаті збільшення власного капіталу	11	0		0		0		0	
Всього чистих грошових потоків для погашення зобов'язань	12	5730		5735		5640		5545	
Виплати грошових коштів для погашення зобов'язань	13	200		200		200		200	
Коефіцієнт покриття боргу	14	29		29		28		28	
Отримання позик	15	0		0		0		0	

Додаток Е

Структура типової форми плану санації підприємства

Розділ	Коментар
1	2
I. Вступ	Узагальнене викладення мети санації, суті передбачених планом

(передмова)	заходів з відновлення платоспроможності боржника, способів, засобів та очікуваних результатів (наслідків) виконання Плану санації.
II. Загальна інформація щодо справи про банкрутство	Наводиться загальна інформація щодо справи про банкрутство (дата порушення справи про банкрутство, номер справи, найменування суду, кредитор, який ініціює справу про банкрутство, інформація про реєстр вимог кредиторів, загальний розмір вимог кредиторів тощо).
III. Загальна характеристика боржника	Реквізити боржника, відомості щодо видів господарської діяльності, статутного капіталу, власників акцій (часток), структурна схема, штатний розпис, перелік дочірніх підприємств, філій, представництв та інших відокремлених структурних підрозділів; відомості про основні види продукції, питома вага кожного виду продукції у загальному обсязі виробництва, у собівартості продукції та у її реалізації; випуск продукції в натуральних одиницях; ціна та загальна характеристика ринків збуту, аналіз конкурентоспроможності та конкурентних переваг підприємства.
IV. Аналіз фінансової, господарської, інвестиційної діяльності боржника, його становища на ринках на дату порушення справи про банкрутство	Відомості про фінансову, господарську, інвестиційну діяльність боржника за 3 роки, що передували порушенню провадження у справі про банкрутство, та висновок щодо загальних перспектив санації і подальшої господарської діяльності підприємства. Відомості про фінансову, господарську, інвестиційну діяльність боржника включають: <ul style="list-style-type: none"> - оцінку фінансового стану підприємства; - аналіз факторів, що призвели до неплатоспроможності; - визначення можливості санації підприємства; - аналіз структури активів, власних оборотних засобів, структури дебіторської та кредиторської заборгованості; - аналіз прибутковості підприємства; - структуру довгострокових та поточних фінансових інвестицій; - відомості про майно (майнові права боржника) згідно з результатами інвентаризації.
V "Заходи з відновлення платоспроможності"	Інформація щодо черговості, строків виконання заходів, відомості про плани щодо: <ul style="list-style-type: none"> - реструктуризації чи перепрофілювання підприємства; - закриття нерентабельних виробництв; - відстрочення та/або розстрочення платежів або прощення (списання) частини боргів; - ліквідації дебіторської заборгованості; - реструктуризації чи продажу активів боржника; - виконання зобов'язань боржника власником майна боржника; - збільшення статутного капіталу боржника; - відчуження у процедурі санації майна боржника шляхом заміщення активів; - звільнення працівників боржника, які не можуть бути задіяні в процесі виконання плану санації; - одержання кредиту для виплати вихідної допомоги працівникам боржника, які звільняються згідно з Планом санації; - залучення інвесторів, умови їх участі у відновленні платоспроможності боржника; - інших заходів, що вживатимуться з метою відновлення платоспроможності боржника (передачу житлового фонду та соціально-культурних об'єктів до комунальної власності чи до

	<p>сфери управління уповноважених органів управління тощо).</p> <p>Кількість заходів Плану санації визначається його розробником з урахуванням фінансово-господарського стану боржника.</p>
VI "Погашення вимог кредиторів"	<p>Наводиться інформація щодо погашення вимог кредиторів з урахуванням черговості, визначеної законодавством, строки, графік та обсяги погашення кредиторської заборгованості боржника із зазначенням джерел.</p>
VII "Заходи щодо забезпечення державної таємниці"	<p>У разі провадження боржником діяльності, пов'язаної з державною таємницею.</p>
VIII "Прогноз соціально-економічних наслідків санації"	<p>Наводиться прогноз економічних результатів на період виконання Плану санації та за результатами його виконання (відомості про обсяги виробництва й реалізації продукції, структуру й співвідношення доходів та витрат, планові фінансові показники діяльності боржника).</p>
IX "Прикінцеві положення"	<p>Зазначається порядок внесення змін, доповнень, викладення у нових редакціях Планів санації.</p>

Додаток Ж.1

**Оцінка стратегічного впливу зовнішнього середовища на ПАТ «ЗСК»,
2014р. (бали)**

Чинники	Вплив на галузь	Вплив на підприємство	Напрямок впливу (+/-)	Загальна оцінка
1. Нестабільна економічна ситуація в країні	4	2	-	-6
2. Знецінення національної валюти та значний рівень інфляції	3	3	-	-6
3. Жорсткі обмеження щодо доступу на ринок з боку РФ	4	2	-	-8
4. Підписання угоди про асоціацію з ЄС	4	4	+	8
4. Високі вимоги щодо якості продукції з боку ЄС	3	1	-	-4
5. Низькі кредитно-інвестиційні рейтинги країни	3	2	-	-5
6. Збільшення обсягів виробництва у сільському господарстві України	2	1	+	3
7. Подорожчання енергоносіїв	2	2	-	-4
8. Зменшення чисельності населення країни	2	2	-	-4
9. Падіння реальних доходів населення України	2	2	-	-4
10. Активізація розвитку фермерських господарств	2	2	+	4
11. Високий науково-технічний потенціал переробних галузей АПК	4	4	+	8
12. Значення галузі для країни (регіону)	3	3	+	6
13. Високі процентні ставки на кредитні ресурси	3	1	-	-4
Сума				-14

Додаток Ж.2

Стратегічна діагностика мікросередовища ПАТ «ЗСК», 2014р. (бали)

Чинники	Вплив галузевої належності	Вплив на підприємство	Напрямок впливу (+/-)	Загальна оцінка
1. Досконалість організаційної структури управління	0	2	+	2
2. Наявність відділу маркетингу	1	2	+	3
3. Повнота виконання працівниками функціональних обов'язків	0	3	+	3
4. Якість структури асортименту продукції, що виробляється	3	3	-	-6
5. Систематичний контроль за якістю с/г продукції	6	3	+	9
6. Наявність гнучкої політики знижок	3	3	+	6
7. Використання прогресивних засобів збуту	3	3	+	6
8. Високий рівень непрямих витрат	0	6	-	-6
9. Рівень дебіторської заборгованості	3	3	+	6
10. Дотримання золотого правила фінансування	0	2	+	2
11. Витрати на капітал підприємства	3	3	-	-6
12. Кредитні рейтинги підприємства	3	3	+	6
13. Відносини з постачальниками	3	2	-	-5
14. Наявність системи контролінгу	0	6	-	-6
15. Імідж у кінцевих споживачів	1	2	+	3
16. Діловий рейтинг	1	2	+	3
17. Технології виробництва та структура активів	4	2	-	-6
18. Висока чутливість клієнтів до якості продукції	2	2	+	4
19. Сприятливе ставлення клієнтів до нових видів продукції	2	2	+	4
20. Надання постачальниками вигідних для підприємства форм оплати та умов поставок	1	2	+	3
Сума				+21

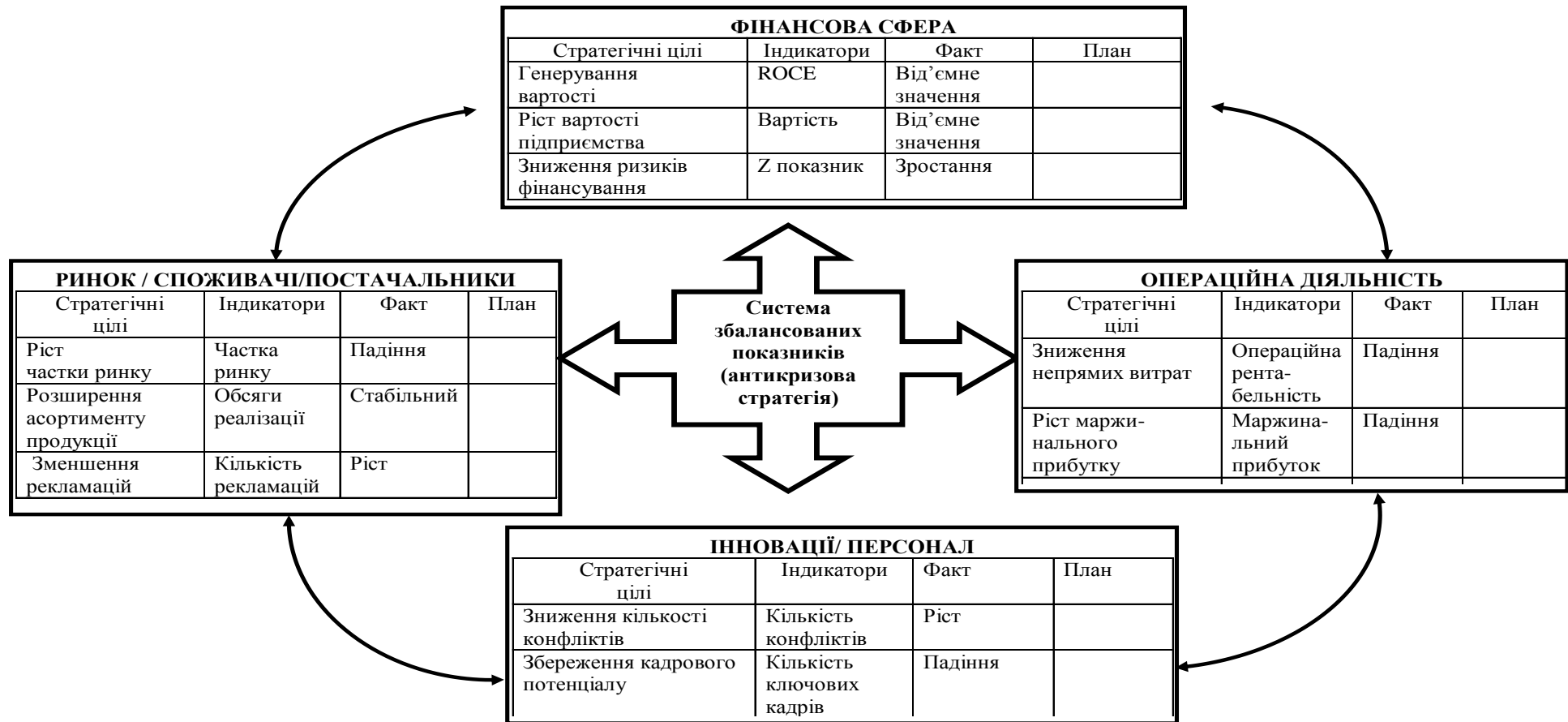
Додаток 3

Матриця аналізу сильних та слабких сторін (SWOT – аналізу) ПАТ «ЗСК»

<p>Зовнішнє середовище</p>	<p>Шанси:</p> <ul style="list-style-type: none"> - відкриття нових ринків у зв'язку з підписанням угоди про асоціацію з ЄС; - високий потенціал галузі АПК; - значення галузі для країни та регіону; - стимули для переходу на альтернативні джерела енергії. 	<p>Загрози:</p> <ul style="list-style-type: none"> - обмеження доступу на ринок РФ; - високі процентні ставки; - високий рівень інфляції; - здорожчання енергоносіїв;
<p>Внутрішнє середовище</p> <p>Сильні сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> - досвідчений управлінський персонал; - досвід роботи на ринку; - наявність стратегічного інвестора; - наявність тривалих партнерських зв'язків із с/г підприємствами України, що є постачальниками сировини; - високий кредитний рейтинг підприємства; - високий рівень показників платоспроможності . 	<p>Сектор 1:</p> <ul style="list-style-type: none"> - розширення асортименту продукції; - покращення якості продукції; - зниження рівня систематичних ризиків; - інвестування у прогресивні технології. 	<p>Сектор 2:</p> <ul style="list-style-type: none"> - розробка конкурентних стратегій; - пошук альтернативних ринків збуту та диверсифікації ринків; - диверсифікації джерел залучення капіталу та ресурсів; - залучення висококваліфікованого персоналу.
<p>Слабкі сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> - високі (імпліцитні) витрати на капітал; - недостатній рівень диверсифікації продукції - низька якість контролінгу на підприємстві; - низький рівень результативності операційної діяльності; - значний обсяг непрямих витрат. 	<p>Сектор 3:</p> <ul style="list-style-type: none"> - зменшення імпліцитних витрат на капітал через зловживання трансфертними цінами; - оновлення основних засобів - удосконалення фінансового планування; - розширення асортименту продукції; - запровадження інноваційних підходів до управління непрямими витратами. 	<p>Сектор 4:</p> <ul style="list-style-type: none"> - запровадження інноваційних інструментів контролінгу; - зниження витрат на енергоресурси; - пошук нових ринків збуту; - зниження непрямих витрат на основі раціоналізації їх розподілу; - застосування інструментів страхування валютних ризиків.

Додаток И

Система збалансованих показників у рамках антикризового стратегічного планування (розроблено автором)



Додаток К

Прогнозний баланс ПАТ «ЗСК», млн. грн.

Показники (Актив)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017+
Необоротні активи всього	66,70	69,53	73,03	74,51	74,83	82,27	88	84,79	78,21
Нематеріальні активи	0,07	0,11	0,06	1,34	1,71	2,35	2,68	3,27	3,57
первісна вартість	0,33	0,48	0,53	2,15	3,15	4,32	5,34	6,81	8,28
знос	0,26	0,38	0,48	0,81	1,44	1,97	2,66	3,54	4,71
Основні засоби	45,52	61,52	65,30	68,92	67,62	74,42	79,82	76,02	69,14
первісна вартість	84,17	106,83	118,01	128,42	137,42	155,92	174,42	184,42	192,42
знос	38,66	45,32	52,71	59,50	69,8	81,5	94,6	108,4	123,28
Інші необоротні активи	21,12	7,91	7,67	4,25	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Оборотні активи всього	68,08	77,21	85,59	89,94	103,7	111	122,06	134,5	127
запаси	26,87	32,45	33,83	73,36	91,7	96,7	106,36	118	110
Дебіторська заборгованість	32,84	37,31	45,90	5,23	6,5	7,8	8,5	8,9	9,4
Гроші та їх еквіваленти	8,37	7,45	5,85	11,35	5,5	6,5	7,2	7,6	7,6
Баланс	134,77	146,74	158,62	164,45	178,53	193,27	210,06	219,29	205,21

Продовження додатку К

Пасив	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017+
Власний капітал всього	37,3	35,0	44,2	139,3	141,46	144,46	165,46	173,29	165,21
Зареєстрований капітал	43,6	43,6	43,6	138,7	138,7	138,7	138,7	138,7	138,7
Додатковий капітал	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Резервний капітал	1,0	1,0	1,0	1,0	1	1	2	2	2
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	-11,7	-20,4	-11,2	-11,3	-9,04	-6,04	13,96	21,79	13,71
Довгострокові зобов'язання і забезпечення	74,9	89,7	90,5	0,8	0,8	4,5	4,5	3,5	3,5
Поточні зобов'язання і забезпечення, у т.ч.	22,5	22,1	23,9	24,4	36,27	44,31	40,1	42,5	36,5
Короткострокові кредити банків	6,5	0,0	0,0	0,0	10	8	5	5	5
Поточна кредиторська заборгованість	15,7	21,3	23,1	23,7	25,52	35,41	34,1	36,5	30,5
Інші поточні зобов'язання	0,4	0,8	0,8	0,6	0,75	0,9	1	1	1
Баланс	134,8	146,7	158,6	164,4	178,53	193,27	210,06	219,29	205,21

Додаток Л

План фінансових результатів ПАТ «ЗСК», млн.грн.

Стаття	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017+
Чистий дохід від реалізації продукції	199,659	249,599	286,035	313,913	391	469	656,000	690	724,5
Собівартість реалізованої продукції	-162,486	-204,7	-210,9	-240,7	-297,5	-354,5	-481,9	-503,9	-526,2
Інші операційні доходи	1,315	1,871	1,553	1,831	2,25	2,7	3,100	3,1	3,2
Адміністративні витрати	-7,401	-12,309	-13,081	-16,544	-20,6	-24,7	-26,800	-28,1	-28,9
Витрати на збут	-20,816	-31,954	-38,361	-48,523	-60,65	-72,7	-78,600	-80,9	-83,3
Інші операційні витрати	-3,362	-3,513	-9,110	-8,733	-10,8	-13,05	-14,300	-15,1	-15,9
ЕВІТДА	-0,901	-8,047	24,263	10,509	14,630	19,310	71,650	80,290	89,950
Амортизація	7,810	7,006	8,167	9,324	10,93	12,56	14,150	15,19	16,54
ЕВІТ	6,909	-1,041	16,096	1,185	3,700	6,750	57,500	65,100	73,410
Фінансові витрати	-0,482	-0,798	-0,451	-0,519	-0,5	-3	-3,000	-3	-3
ЕВТ (прибуток перед оподаткуванням)	11,499	-1,366	14,839	1,844	3,200	3,750	54,500	62,100	70,410
Податки на прибуток підприємств	2,168	1,008	5,587	1,902	0,64	0,75	10,9	12,42	14,082
Чистий прибуток	9,331	-2,374	9,252	-0,058	2,560	3,000	43,600	49,680	56,328
НОРАТ	5,223	-1,251	10,96	-0,198	3,060	6,000	46,600	52,680	59,328
Тезаврація	9,331	-2,584	9,252	-0,058	2,56	3	22	7,83	0,81
Розподілений прибуток (дивіденди)	0,000	0,000	0,000	0,000	0	0	21,600	41,75	26,75

Додаток М.1

Оцінка вартості компанії ПАТ «ЗСК» за методом скоригованої теперішньої вартості (APV)

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2017+
Фінансові результати від операційної діяльності до оподаткування (ЕВТ)	1,844	3,200	3,750	54,500	62,100	70,410
Відсотки	-0,52	-0,50	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00
Податковий щит (TS)	-0,10	-0,10	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Амортизація	9,324	10,930	12,560	14,150	15,190	16,540
Інвестиційний CF	-10,80	-10,00	-20,00	-20,00	-12,00	-16,00
FCF	0,49	-13,82	1,70	28,58	45,63	49,67
TV (t=2017+)						261,41
DF (Reu= 19%)			0,84	0,706	0,59	0,50
PV (Reu= 19%) t=0			1,428	20,18	27,06	155,54
PV (Reu= 19%) t=1				24,01	32,21	184,47
PV (Reu= 19%) t=2					38,33	219,62
PV (Reu= 19%) t=3						261,31
PV (Reu= 19%) t=4						261,31
Brutto PV (Reu= 19%)		204,20	240,69	257,95	261,31	261,41
DM (Rd =16%)			0,86	0,74	0,64	0,55
TVts (t=2017+)						3,75
PV (Rd =16%) t=0			0,52	0,45	0,38	2,40
PV (Rd =16%) t=1				0,52	0,45	2,79
PV (Rd =16%) t=2					0,52	3,23
PV (Rd =16%) t=3						3,7497
PV (Rd =16%) t=4						3,75
Brutto PV TS (Rd= 16%)		3,75	3,75	3,75	3,75	3,75

EV brutto		207,95	244,44	261,70	265,06	265,16
Борг	25,186	37,07	48,81	44,6	46	40
EV netto		170,88	195,63	217,10	219,06	225,16

Додаток М.2

Оцінка вартості компанії ПАТ «ЗСК» за методом дисконтування вільного грошового потоку (FCF)

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2017+
Фінансові результати від операційної діяльності до оподаткування (ЕВТ)	1,844	3,200	3,750	54,500	62,100	70,410
Відсотки	-0,519	-0,500	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000
Податковий щит (TS)	-0,104	-0,100	-0,600	-0,600	-0,600	-0,600
Амортизація	9,324	10,930	12,560	14,150	15,190	16,540
Інвестиційний CF	-10,804	-10,000	-20,000	-20,000	-12,000	-16,000
FCF	0,494	-13,821	1,700	28,580	45,630	49,668
D	25,186	37,070	48,810	44,600	46,000	40,000
Re						0,23
Rd						0,16
EVnetto	104,8	145,43	168,7	187,910569	190,4	196,400
Evbrutto	129,986	182,500	217,51	232,510569	236,4	236,4
RWACCt	23	0,210237	0,209281	0,20711085	0,210434	0,210102
D/C	-	0,203123	0,224403	0,19181924	0,194585	0,169205

Додаток Н

Моніторинг вартості підприємства за методом APV по ПАТ «ЗСК», 2014-2017рр., млн. грн.

Показники	2013 факт	2014		2015		2016		2017	
		план	факт	план	факт	план	факт	план	факт
Фінансові результати від операційної діяльності до оподаткування (ЕВТ)	1,84	3,20		3,75		54,50		62,10	
+ фінансові витрати (нараховані відсотки)	-0,52	-0,50		-3,00		-3,00		-3,00	
+амортизація необоротних активів	9,32	10,93		12,56		14,15		15,19	
(±) інші коригування (зміни в оборотних активах та поточних зобов'язаннях)	1,6	-17,7		3,7		-11,6		-9,6	
Cash Flow перед нарахуванням відсотків та податків	13,30	-3,08		23,05		60,08		70,65	
(-) податок на прибуток (без урахування податкового щита)	2,01	0,74		1,35		11,50		13,02	
Операційний Cash-flow (NOPLAT)	11,30	-3,82		21,70		48,58		57,63	
Cash-flow інвестиційний	-10,8	-10,0		-20,0		-20,0		-12,0	
FCF	0,49	-13,8		1,70		28,58		45,63	
+ економія на податках (Tax Shield)	-0,10	-0,10		-0,60		-0,60		-0,60	
Reu	19	19		19		19		19	
Rd	16	16		16		16		16	
Вартість підприємства	104	170,8 8		195,6 3		217,1 0		219,0 6	