

Тетяна Вадимівна ПОНОМАРЕНКО

кандидат економічних наук,
докторант,
кафедра обліку, аналізу, аудиту та адміністрування підприємств гірничо-металургійного комплексу,
ДВНЗ «Криворізький національний університет»
E-mail: dvnz@inbox.ru

**ОЦІНЮВАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ СТІЙКОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ
ВАРТІСНОГО ПІДХОДУ**

Пономаренко, Т. В. Оцінювання економічної стійкості підприємства на основі вартісного підходу [Текст] / Тетяна Вадимівна Пономаренко // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2016. – Том 24. – № 2. – С. 106-113. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. Сучасні підходи до оцінювання економічної стійкості визначаються на основі облікової (бухгалтерської) моделі. Такий формат оцінки унеможливує врахування інвестиційних ризиків та необхідної норми доходності, що зумовлює необхідність його трансформації відповідно до сучасних здобутків вартісної теорії. Остання не спростовує ключове значення традиційних показників стійкості, але акцентує увагу на їх обмеженості та доводить об'єктивну необхідність урахування в процесі аналізу витрат на капітал.

Мета. Метою статті є обґрунтування методичного підходу до оцінки економічної стійкості на основі вартісної моделі, яка нині визначається як аналітична інновація та дозволить формалізувати рівні та стани економічної стійкості відповідно до потреб сучасної економічної діагностики та реального бізнесу, який орієнтований на довгострокове економічне зростання.

Метод (методологія). Для отримання результатів використано наступні методи дослідження: теоретичне узагальнення (для систематизації сучасних VBM-моделей); індукції і дедукції (для формування аналітичного інструментарію оцінювання економічної стійкості підприємства); аналізу та синтезу (для визначення спектру ключових моніторингових індикаторів стійкого / нестійкого станів підприємства).

Результати. Акцентовано увагу, що в межах фінансової аналітичної моделі «фінансове здоров'я» компанії діагностують за трьома проекціями: поточної економічної ефективності діяльності, ліквідності, збалансованості зростання бізнесу. Сформовано логіку використання VBM-моделей для оцінювання та ідентифікації станів економічної стійкості підприємства, відповідно до якої базовою умовою стійкого стану є перевищення фінансової рентабельності витрат на власний капітал. Зазначено, що, крім поточних значень спред-формульних показників, інформативною є динаміка їх змін. Обґрунтовано, що основою розмежування стійкого/нестійкого станів є критерії прибутковості, які доцільно визначати спредом доходності реалізації. Аргументовано, що об'єктивне оцінювання стійкості унеможливує використання фіксованих шкал та жорстких формалізованих обмежень для ідентифікації станів. Актуалізовано, що шкала станів стійкості та пріоритетність показників можуть мати певну варіативність відповідно до аналітичних потреб користувачів. При цьому зберігається ключова ідея оцінювання, яка полягає у здатності економічно стійкого підприємства забезпечувати формування позитивних потоків доданої вартості бізнесу.

Ключові слова: економічна стійкість; оцінювання; вартісна модель; фінансова рентабельність; витрати на капітал; спред-формульні показники; стійкий стан; нестійкий стан; перехідний стан; кризовий стан.

Tetyana Vadymivna PONOMARENKO

PhD in Economics,
Doctoral Student,

Department of Accounting, Analysis, Audit and Management of Mining and Metallurgical Complex,
Kryvyi Rih National University
E-mail: dvnz@inbox.ru

EVALUATION OF ECONOMIC STABILITY OF THE ENTERPRISE ON THE BASIS OF VALUE APPROACH

Abstract

Introduction. Current approaches to evaluation economic sustainability are based on the accounting (financial) model. This format makes it impossible to assess investment risks and takes into account the required rate of return, which necessitates its transformation in accordance with modern achievements of value theory. The latter does not refute the traditional key indicators of stability, but focuses on their limitations and proves the need for objective consideration in the analysis of the cost of capital.

Purpose. The purpose of the article is to study methodical approach to assessing the economic viability on the basis of a cost model that is currently defined as an analytical innovation and will formalize the level and conditions of economic stability to meet the needs of modern economic diagnostics and real business, which is focused on long-term economic growth.

The method (methodology). The following methods are used in this article: method of theoretical generalization (for organizing today's VBM -model); method of induction and deduction (for formation evaluation tools analytical economic viability); method of analysis and synthesis (for the determination of key monitoring indicators stable – unstable state enterprise).

Results. We have paid the attention to the fact that in the financial analysis model "financial health" of the company has been diagnosed in three projections: current economic performance, liquidity, balance growth. It has been formed the logics of usage of VBM -Model for assessment and identification of the economic viability, according to which the basic condition for a steady state is the excess of financial profitability of expenses on equity. It is noted that in addition to the current values of the spread-forming indexes the dynamics of their changes is very informativem one. It is proved that the criteria of profitability, which should be determined as the spread of yield realization, has become the basis of differentiation "stable – unstable" states. It is argued that an objective assessment of the stability prevents the use of fixed scales and rigid formal limits to identify states. The scale of state stability and priority indicators can have a variation according to the analytical needs of users. This maintains the key idea of evaluation, which is the ability to provide economically sustainable enterprise and to form positive flow of value-added business.

Keywords: economic stability; evaluation; cost models; financial profitability; cost of capital; spread-forming indexes; stable state; unstable state; transition state; crisis.

JEL classification: G32, M40

Оцінювання економічної стійкості підприємства викликає зацікавлення як з наукової, так і з практичної точок зору, оскільки виступає інформаційним конструктом для прийняття виражених управлінських рішень. У цьому контексті доречно пригадати слова Джона Гарднера: «... більшість слабких організацій набули функціональну сліпоту стосовно своїх власних вад. Вони страждають не тому, що не можуть вирішити свої проблеми, а тому що не можуть їх побачити та оцінити» [1, с. 24].

Фундаментальною основою усіх наукових підходів до кількісного вимірювання економічної стійкості виступають фінансові індикатори діяльності підприємств та їх співвідношення, які зазвичай визначаються на основі облікової аналітичної моделі (Н. М. Григорська, В. Є. Демінг, І. М. Євсюхін, Р. Ю. Лоскутов, О. А. Матушевська, Е. Р. Місхожев, В. С. Мітюшин, І. М. Омельченко, В. І. Рошкін, Г. В. Савицька, Р. С. Сайфулін, С. Ю. Сидоренко, М. Д. Соколов, О. А. Табекіна, О. О. Терещенко, Л. Ю. Філобокова, А. Д. Шеремет та ін.). Такий формат оцінки унеможливорює врахування інвестиційних ризиків та необхідної норми доходності, що зумовлює необхідність трансформації чинних підходів відповідно до сучасних здобутків теорії корпоративних фінансів, які ґрунтуються на принципах економічного прибутку [2, с. 115-123; 3, с. 11-19]. Вартісна модель бізнесу не спростовує ключове значення традиційних показників стійкості (обсяги реалізації, оптимальність структури джерел формування та розподілу капіталу, ліквідність, платоспроможність, рентабельність), але акцентує увагу на їх обмеженості [4, с. 28-30] та доводить об'єктивну необхідність урахування в процесі аналізу витрат на капітал.

Розвиток сучасного діагностичного інструментарію економічного оцінювання процесів і явищ актуалізує потребу в їх імплементації на конкретизовану проблематику наукових досліджень, у тому

числі – стійкості підприємств. Обґрунтування методичного підходу до оцінки економічної стійкості на основі вартісної моделі, яка нині визначається як аналітична інновація, зумовлює необхідність у формалізації рівня та станів економічної стійкості відповідно до потреб сучасної економічної діагностики та реального бізнесу, який орієнтований на довгострокове економічне зростання.

У наукових публікаціях Є. П. Кочеткова постулюється теза, що «...забезпечення стійкості – мета нової парадигми управління бізнесом, яка прийде на зміну парадигми вартісно-орієнтованого управління», а «руйнування вартості – наслідок втрати фінансово-економічної стійкості підприємства» [5, с. 451]. Не претендуючи на аргументацію актуальності зміни наукової управлінської парадигми з вартість- на стійкість-орієнтовану, вважаємо за доцільне викласти власне бачення щодо використання потенціалу вартісної аналітичної моделі як полікритеріальної методичної основи діагностування рівня та станів економічної стійкості підприємства.

Однією з іманентних властивостей стійкості підприємства, яка визначається науковцями, є здатність зберігати параметри, що відображають нормальний (здоровий) стан функціонування бізнесу в межах балансування норм при порушенні умов діяльності. З точки зору сучасних теорій ефективності (результативності, продуктивності) підприємства та корпоративних фінансів, «фінансове здоров'я» визначається «...на основі здатності компанії управляти грошовими коштами (генерувати їх, залучати із зовнішніх ринків та розподіляти за центрами відповідності, розраховуватися з власниками капіталу)» [6, с. 54]. Традиційні оцінки на основі облікової аналітичної моделі розширюються певними інноваціями у сучасній бізнес-аналітиці, які полягають у:

- доповненні традиційної системи фінансових показників сукупністю нефінансових індикаторів;
- розширенні спектру аналітичних показників від традиційно облікових до фінансових, тобто таких, як прибуток до виплати відсотків і податків (*EBIT, Earnings before interest and tax*); прибуток до виплати відсотків, податків і нарахування амортизації (*EBITDA, earnings before interest, tax, depreciation and amortization*); чистий грошовий потік від операційної діяльності (*FOCF, free operating cashflow*); чистий грошовий потік компанії (*FCFF, free cashflow to the firm*);
- побудові системи фінансової аналітики на базі індикаторів, які логічно пов'язані із формуванням вартості бізнесу.

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

- проекція поточної економічної ефективності діяльності, яка в традиційній (обліковій) аналітичній моделі інтерпретувалася як «проекція прибутковості (доходності)», позаяк в основу переважної більшості метрик були закладені показники прибутку. У цій проекції оцінюється рівень ефективності використання ресурсів, тобто відбувається зіставлення витрат на ресурси з вигодами від їх використання;
- проекція ліквідності (або життєздатності), яка пов'язана з аналізом здатності підприємства до генерування грошових потоків та можливості задовольняти вимоги за зобов'язаннями перед інвесторами, кредиторами та власниками капіталу;
- проекція збалансованості зростання бізнесу, яка передбачає оцінку капіталу та діагностує доцільність нарощення діяльності.

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

Основою формування проекції ліквідності бізнесу в межах застосування вартісної аналітичної моделі є потік вільних грошових коштів (*FCFE, free cashflow to equity*). Цей аспект є однією з ключових фінансових інновацій сучасної бізнес-аналітики. Логіка формування *FCFE* визначає потоки грошових коштів, які залишаються після відображення інвестованого капіталу, який необхідний для реалізації стратегії та виплат кредиторам, тобто характеризує фінансову здатність покривати інвестиційні та поточні потреби у фінансуванні господарської діяльності, а також рівень кредитоспроможності підприємства. Значення *FCFE* виступають стратегічною характеристикою якості капіталу, який інвестовано у підприємство, що є досить інформативним аспектом з точки зору фінансової життєдіяльності та цілком аргументованим з позицій використання у бізнес-аналітиці.

Проекція збалансованості зростання є також аналітичною новацією, що потребує змістовної інтерпретації в контексті подальшого використання в процесі діагностування станів економічної стійкості/нестійкості бізнесу. Традиційно у наукових дослідженнях термін «стійке зростання» досліджувався з позицій національної економіки. Однак протягом останнього десятиріччя його

застосовують і на мікрорівні. Найбільш відомими моделями оцінювання корпоративного зростання є: моделі, що базуються на визначенні зростання, яке забезпечується власними джерелами фінансування (модель збалансованого зростання («золоте правило економіки підприємства»)); модель стійкості зростання (*SGR, Sustainable Growth Rate*), яка заснована на розрахунку коефіцієнту стійкості зростання; модель внутрішнього зростання Р. Хігінса (*Model of Optimal Growth Strategy*); моделі вартісного зростання, які представлено у наукових публікаціях Г. Арнольда, Ю. Брігхема, С. Валдайцева, А. Долгоффа, А. Дамодарана, І. Єгерєва, І. Івашковської, Ю. Козиря, М. Кудіної, С. Мордашова, А. Раппорта, С. Росса, К. Уолша, Г. Хотинської, Н. Шевчук, а також у працях Т. Коупленда – Т. Колера – Дж. Муріна, К. Кастера – А. Брейлі – С. Майерса та Л. Фролової – О. Лісніченко.

Окреслена систематизація аналітичних моделей зростання є досить умовною та не претендує на вичерпність. У межах нашого дослідження акцент на них здійснюється лише з позицій формування аналітичного інструментарію, який буде дієвим з точки зору практики використання в процесах оцінювання стану економічної стійкості підприємств. Якщо в основу вибудовування логіки оцінювання станів економічної стійкості закладати проєкції сучасної аналітичної моделі, то логічним є обґрунтування вибору *VBM*-моделі, яка буде виступати концептуальною основою такої оцінки. У сучасних наукових дослідженнях найбільш популяризованими *VBM*-моделями є такі: економічної доданої вартості (*EVA, Economic Value Added*); остаточної прибутку (*RI, Residual Income*); ринкової доданої вартості (*MVA, Market Value Added*); акціонерної доданої вартості (*SVA, Shareholder Value Added*); доданої грошової вартості (*CVA, Cash Value Added*) та модифікованої доданої грошової вартості (*MCVA, Modified Cash Value Added*); грошової рентабельності інвестицій (*CFROI, Cash Flow Return on Investment*); внутрішньої норми доходності (*IRR, Internal Rate of Return*); доданої вартості для стейкхолдерів (*STVA, Stakeholder Value Added*). Кожна з наведених моделей передбачає розрахунок набору показників, які сигналізують про стан «фінансового здоров'я» компанії в межах проєкцій «Ефективність» – «Ліквідність» – «Зростання» та надалі трансформуються в піраміду аналітичних індикаторів, які виступають орієнтирами для досягнення цілей за рівнями впливу. Не претендуючи на узагальнення переваг та недоліків практичного використання сучасних *VBM*-моделей (це питання достатньо повно викладено у сучасній науковій літературі), сформуємо логіку їх застосування в процесі оцінювання та ідентифікації станів економічної стійкості підприємства.

Для прикладу візьмемо модель остаточної прибутку (*RIM, Residual Income Model*), зміст якої побудовано на принципах концепції економічного прибутку А. Маршалла [7], а формування самої моделі безпосередньо пов'язують з науковими працями П. Белла, Е. Едвардса, М. Міллера, Ф. Модільяні, Е. Фама. Основою формування *RIM* є наступні фактори: величина інвестованого капіталу на момент оцінювання, фактичний та очікуваний рівень доходності на інвестований капітал, стійкість спреду результатів. У контексті *RIM* виокремлюють два напрямки, які розкривають змістове наповнення: операційний, що базується на концепції операційного остаточної прибутку (*ReOI, Residual Operation Income*) та капітальний, основою якого є чистий остаточної прибуток (*RE, Residual Earnings*).

Показник остаточної операційного прибутку, уведений у науковий обіг С. Пенменом, по суті є аналогом показника економічного прибутку у версії консалтингової компанії *McKinsey&Co*. Інформаційна спрямованість *ReOI* фокусується на операційних ефектах діяльності підприємства, що зумовило у розрахунку (формули 1 – 2) [8, с. 10] під інвестиціями використовувати балансову величину чистих активів (*NA, Net Assets*).

$$ReOI = EBI - NA \times WACC \quad (1)$$

$$ReOI = NA \times (ROA - k_{WACC}) \quad (2)$$

де *ROA* – рівень рентабельності чистих активів, що розрахований на основі чистого прибутку до сплати відсотків;

k_{WACC} – ставка середньозважених витрат на капітал.

Становлення показника остаточної чистого прибутку (формули 3 – 4) [8, с. 11] пов'язано з П. Беллом та Е. Едвардсом, а також широко використовується консалтинговою компанією *Marakon Associates*. *RE*-модель досить часто зустрічається у наукових публікаціях як *модель Едварда – Белла – Олсона (Edwards – Bell – Ohlson (EBO) valuation Model)*:

$$RE = NI - k_E \times E \quad (3)$$

$$RE = E \times (ROE - k_E) \quad (4)$$

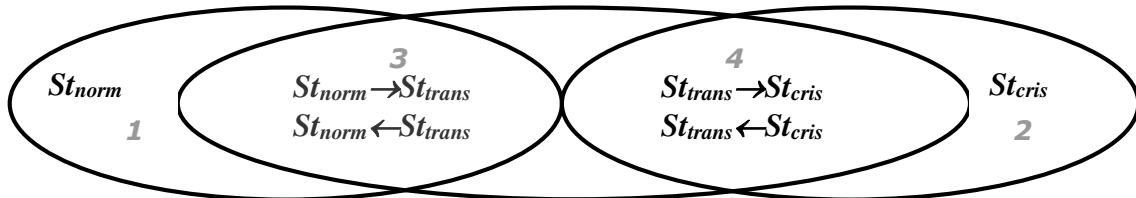
де *ROE* – рівень рентабельності власного капіталу за чистим прибутком (цей показник у сучасних наукових дослідженнях зустрічається як «фінансова рентабельність» підприємства);

k_E – ставка витрат на власний капітал.

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

З точки зору сучасної фінансової аналітики, науковці також виокремлюють проблему методичного характеру щодо наповнення аналітичних проєкцій показниками, які характеризують «фінансове здоров'я» компанії. Залежно від інтересів двох груп фінансових носіїв капіталу (кредиторів і власників) по-різному формуються контури аналітичних проєкцій та їх інтерпретація, що також є принциповою основою розмежування облікової (бухгалтерської) моделі, яка орієнтована на пріоритетне врахування інтересів кредиторів, та вартісної, в якій перевагою є відображення інтересів власників капіталу. Однак варто наголосити на тому, що зазначені аналітичні моделі не є конфліктуючими між собою, а радше органічно доповнюють одна одну, залежно від кінцевої мети діагностування проблеми. Так, якщо мова йде про можливість залучення кредитних ресурсів, то достатньо провести аналіз з позицій кредиторів у межах облікової моделі. Якщо прийняття стратегічних рішень стосується інвестицій у розвиток підприємства, то більш високий рівень інформативності вартісної моделі є незаперечним.

Забезпечення економічної стійкості підприємства є процесом перманентним, а її стан можна ідентифікувати як «нормальний – перехідний – кризовий». Якщо за базовий критерій ідентифікації стану економічної стійкості прийняти чистий остаточний прибуток, то рівень нормального стану (St_{norm}) (стійкого) (рис. 1, стан 1) буде ідентифіковано позитивними абсолютними значеннями RE , що генерує функціонуючий капітал. Від'ємна величина RE буде сигналізувати про перехід від стійкого до нестійкого стану, який може бути ідентифіковано як перехідний (St_{trans}) (рис. стан 3 – 4) або кризовий (St_{cris}) (рис. 1, стан 2).



Умовні позначення

St_{norm} – нормальна ситуація (normal state); St_{trans} – перехідний стан (transition state);
 St_{cris} – кризовий стан (crisis state).

Рис. 1. Ідентифікація станів економічної стійкості підприємства*

*Розроблено автором

Від'ємні значення RE визначаються від'ємним значенням спреду продуктивності (доходності) власного капіталу ($Spred_{Equity}$), який формується двома факторами: доходністю власного капіталу та рівнем його витратності. Формування позитивної величини спреду відбувається за умови, коли рівень фінансової рентабельності перевищує витрати на власний капітал (формули 5, 6):

$$Spred_{Equity} \geq 0, \quad \text{якщо} \quad ROE \geq k_E; \quad (5)$$

$$Spred_{Equity} < 0, \quad \text{якщо} \quad ROE < k_E \text{ або } NI \leq 0 \quad (6)$$

За цією логікою можемо сформулювати першу базову умову забезпечення стійкого стану підприємства, суть якої полягає в тому, що рівень фінансової рентабельності має перевищувати витрати на власний капітал ($ROE > k_E$) (табл. 1). Від'ємне значення спреду продуктивності власного капіталу може бути або результатом збитковості діяльності (тоді підприємство може перебувати або у зоні 2, або 4 (рис. 1)), або недостатності рівня фінансової рентабельності для покриття ставки витрат на власний капітал (зона 3, рис. 1).

Крім абсолютного значення спред-формульних показників, інформативною є динаміка їх змін. Так тенденція зростання спреду продуктивності власного капіталу ($T_{sped. equity}$) (табл. 1, критерій 1. 2) буде забезпечуватися за умови більш високих темпів зростання рівня фінансової рентабельності (T_{ROE}) (табл. 1, критерій 1. 3) порівняно із зростанням ставки витрат на власний капітал (T_{k_E}) (формула 7) і навпаки (формула 8):

$$T_{sped. equity} \geq 1, 0, \quad \text{якщо} \quad T_{ROE} \geq T_{k_E} \quad (7)$$

$$T_{sped. equity} < 1,0, \quad \text{якщо} \quad T_{ROE} < T_{k.E} \quad (8)$$

Рівень фінансової рентабельності визначається прибутковістю реалізації продукції ($Prof_{sales}$), продуктивністю функціонування активів ($Product_{ass}$) та рівнем фінансового ризику, який у класичній *DuPont*-моделі вимірюється на основі коефіцієнта структури капіталу ($rate_{str. cap}$). З урахуванням факторної інтерпретації фінансової рентабельності формула спреду продуктивності власного капіталу набуває наступного вигляду (формула 9):

$$Spred_{Equity} = Prof_{sales} \times Product_{ass} \times (1 + rate_{str. cap}) - k_E \quad (9)$$

Модифікована формула спреду продуктивності власного капіталу дозволяє визначити критичне значення рентабельності реалізації ($Prof_{sales}^{crit}$) за чистим прибутком, а величина $Spred_{Equity}$ може бути записана через спред доходності реалізації ($Spred_{prof. sales}$) (формули 10 – 12):

$$Spred_{Equity} = Product_{ass} \times (1 + rate_{str. cap}) \times (Prof_{sales} - Prof_{sales}^{crit}) \quad (10)$$

$$Spred_{prof. sales} = Prof_{sales} - Prof_{sales}^{crit} \quad (11)$$

$$Spred_{Equity} = Product_{ass} \times (1 + rate_{str. cap}) \times Spred_{prof. sales} \quad (12)$$

Таблиця 1. Критерії та показники ідентифікації стану економічної стійкості/нестійкості підприємств*

Критерії та показники ідентифікації	Стани економічної стійкості/нестійкості					
	Стійкий	Нестійкий				Кризовий
		Перехідний				
	St_{norm}	$St_{norm} \rightarrow St_{trans}$	$St_{norm} \leftarrow St_{trans}$	$St_{trans} \rightarrow St_{cris}$	$St_{trans} \leftarrow St_{cris}$	St_{cris}
1. Стратегічний рівень аналізу						
1.1. Спред продуктивності власного капіталу, %	$Spred_{Equity} > 0$	$Spred_{Equity} \leq 0$				
		$RI > 0$			$RI < 0$	
		$ROE > 0$			$ROE < 0$	
		$ROE \leq 0$				
1.2. Темп зростання спреду продуктивності власного капіталу		$T_{sped. equity} < 1,0$	$T_{sped. equity} > 1,0$	$T_{ROE} < T_{k.E}$		
1.3. Темп зростання фінансової рентабельності	1) $T_{ROE} > T_{k.E}$ 2) $T_{ROE} \leq T_{k.E}$	$T_{ROE} \leq T_{k.E}$	1) $T_{ROE} > T_{k.E}$			
1.4. Темп зростання спреду реалізації	$T_{k.E} T_{spred. sale} > 1,0$	$T_{spred. sale} \leq 1,0$	2) $T_{ROE} < T_{k.E} T_{spred. sale} > 1,0$			
1.5. Вільні потоки грошових коштів	$FCF > 0$	$FCF < 0$	3) $T_{ROE} < T_{k.E} T_{sped. sale} \leq 1,0$ $FCF > 0$	$FCF < 0$	$FCF < 0$ $T_{FCF} \leq 1,0$	
2. Тактичний рівень аналізу						
2.1. Коефіцієнти ліквідності та платоспроможності	не впливає на рішення	$k_{liq} \in k_{norm}$		$k_{liq} \notin k_{norm}$		$k_{liq} \notin k_{norm}$ $T_{liq} \leq 1,0$
2.2. Коефіцієнти структури капіталу		$k_{str. cap} \in k_{norm}$		$k_{str. cap} \notin k_{norm}$		$k_{str. cap} \notin k_{norm}$
2.3. Рівень забезпеченості запасів власними оборотними коштами		не впливає на рішення		$F(x) = \{0, 0, 0\}$	$F(x) \neq \{0, 0, 0\}$	$F(x) = \{0, 0, 0\}$
2.4. Показники ділової активності		Динаміка змін показників, пояснює тенденції, що відбуваються у контурі рівнів 2.1 – 2.3.				

*Розроблено автором

Динаміка спреду реалізації є ключовим фактором $Spred_{Equity}$ та визначається не тільки рівнем ефективності внутрішніх бізнес-процесів компанії, а і її конкурентними позиціями на відповідних товарних ринках. Тому стабільність позитивної динаміки цього показника виступає критерієм ідентифікації стану економічної стійкості на стратегічному рівні її діагностування (табл. 1, критерій 1.4).

Відповідно до факторної логіки формування $Spred_{Equity}$ індикатором його змін є продуктивність функціонування активів та рівень раціональності структури капіталу, а також динаміка їх змін. Стратегічний вектор спрямованості вартість-орієнтованої аналітичної моделі, яка закладена в основу методики ідентифікації станів економічної стійкості, зміщує фокус управлінської аналітики з проблематики раціоналізації структури капіталу у площину максимізації рівня його прибутковості, що пов'язано перш за все із змінами стратегічної архітектури компанії та зростанням пріоритетного впливу на формування результатів капіталоутворення нефінансових форм капіталу. Основою розмежування стійкого/нестійкого станів обрано критерії прибутковості, який у пропонованій моделі визначається $Spred_{prof. sales}$. Для конкретизації типів нестійкого стану та визначення вектору руху підприємства за шкалою станів стійкості критерії продуктивності функціонування активів та ефективності формування структури капіталу будуть використані відповідно до логіки формування RE-моделі.

Ідентифікація проміжного та кризового станів, які характеризують нестійкий стан компанії, є більш трудомістким процесом, що вимагає обґрунтування ширшого спектру умов, критеріїв та показників, які дозволять зробити точніші висновки. Спроба сформулювати аналітичні параметри для визначення «перехідного стану» зумовила потребу у деталізації аналітичної шкали, позаяк ієрархія критеріїв і можливих комбінацій показників та умов є значно більшою, ніж при ідентифікації «нормального» та «кризового» станів. Для конкретизації змістової інтерпретації «перехідного» стану та з метою адаптації розроблюваної методики до потреб бізнес-практики вважаємо за доцільне визначити такі «перехідні» стани:

- перехід з «нормального» до «перехідного» стану – « $St_{norm} \rightarrow St_{trans}$ »;
- перехід з «перехідного» до нормального» стану – « $St_{trans} \rightarrow St_{norm}$ »;
- перехід з «перехідного» до «кризового» стану – « $St_{trans} \rightarrow St_{cris}$ »;
- перехід з «кризового» до «перехідного» стану – « $St_{cris} \rightarrow St_{trans}$ ».

Така деталізація дозволить більш чітко визначити тенденції змін у траєкторії розвитку підприємства для фокусування на найбільш значущих аспектах, що забезпечують досягнення цільових орієнтирів компанії. Умови видової ідентифікації перехідного стану відповідно до стратегічно значущих критеріїв наведено у табл. 1, однак їх недостатньо для того, щоб виявити сукупності причин, які зумовили відхилення ключових (стратегічних) параметрів, що формують стан економічної стійкості підприємства, та встановити тенденції випадковості або закономірності виявлених станів.

Висновки та перспективи подальших розвідок

Реалізація пропонованого методичного підходу не передбачає встановлення фіксованих шкал та визначення жорстких формалізованих обмежень для ідентифікації станів економічної стійкості. Аналітичний фокус концентрується на виявленні значущих причинних факторів, які впливають на перманентність процесу оцінювання рівня економічної стійкості підприємства. При цьому змістова побудова критеріїв та показників ідентифікації станів стійкості цілком підпорядковується логіці формування обраної VBM-моделі. Пропонована шкала станів економічної стійкості/нестійкості підприємства може змінюватися залежно від цілей діагностування та потреб користувачів відповідної аналітики. Варіативними є рівні пріоритетності критеріїв, що закладаються в основу ідентифікації станів, однак загальна ідея має підпорядковуватися логіці, яка полягає у здатності економічно стійкого підприємства забезпечувати формування позитивних потоків доданої вартості бізнесу.

Список літератури

1. Gardner, J. W. How to prevent organizational Dry Rot / J. W. Gardner // Harper's Magazine. – 1965. – No. 10. – P. 24.
2. Ивашковская, И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: монография / И. В. Ивашковская. – М.: ИНФРА-М, 2013. – С. 115–123.
3. Grant, R. Shareholder value maximization: Rehabilitating a “dumbidea” / R. Grant // Competitive Strategy Newsletter. – 2010. – 4 (1). – P. 9–11.
4. Pettit, J. Strategic Corporate Finance / J. Pettit. – 2nd ed. JohnWiley&Sons: NJ. – 2007. – P. 28–30.
5. Кочетков, Е. П. Финансово-экономическая устойчивость организации: диагностика угрозы утраты на ранних стадиях как один из факторов экономического роста России (стоимостной аспект) / Е. П. Кочетков // Труды Вольного экономического общества России, работы победителей конкурса научных работ молодежи «Экономический рост России». – 2012. – Т. 161. – С. 447 – 466.

-
6. Теплова, Т. В. Инновации в финансовой аналитике / Т. В. Теплова, А. Н. Рассказова // Модернизация. Инновации. Развитие. – 2012. – Т. 12. – № 4. – С. 54 – 61.
 7. Маршалл, А. Принципы политической экономии / А. Маршалл. – Пер. с англ. Р. И. Столпера, общ. ред. С. М. Никитина – М.: Издательство Прогресс, 1983г. – 416 с.
 8. Волков, Д. Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Том. 3. – № 2. – С. 3-42.

References

1. Gardner, J. W. (1965). How to prevent organizational Dry Rot. *Harper's Magazine*, 10, 24.
2. Ivashkovskaya, I. V. (2013). *Finansovyye izmereniya korporativnykh strategiy. Steykholderskiy podhod*. Moscow: INFRA-M.
3. Grant, R. (2010). Shareholder value maximization: Rehabilitating a "dumbidea". *Competitive Strategy Newsletter*, 4 (1), 9-11.
4. Pettit, J. (2007). *Strategic Corporate Finance*, John Wiley&Sons: NJ, pp. 28–30.
5. Kochetkov, E. P. (2012). Finansovo-ekonomicheskaya ustoychivost organizatsii: diagnostika ugroz yitraty na rannih stadiyah kak odin iz faktorov ekonomicheskogo rosta Rossii (stoimostnoy aspekt). *Trudy Volnogo ekonomicheskogo obschestva Rossii, raboty pobediteley konkursa nauchnykh работ molodezhi «Ekonomicheskii rost Rossii»*, 161, 447-466.
6. Теплова, Т. В. (2012). Innovatsii v finansovoy analitike. *Modernizatsiya. Innovatsii. Razvitie*, 12, 4, 54-61.
7. Marshall, A. (1983). *Printsiipy politicheskoy ekonomii*. Moscow: Progress.
8. Volkov, D. L. (2005) Pokazateli rezultatov deyatelnosti: ispolzovanie v upravlenii stoimostyu kompanii. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta*, 3(2), 3-42.

Стаття надійшла до редакції 29.05.2016 р.