

УДК 336.64

Гордієнко Н.І.  
кандидат економічних наук,  
професор кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту  
Харківського національного університету міського господарства  
імені О.М. Бекетова

Гордієнко Т.В.  
кандидат економічних наук  
Харківського національного університету міського господарства  
імені О.М. Бекетова

## ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ АНАЛІЗУ ЕКОНОМІЧНОЇ БЕЗПЕКИ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

### THEORETICAL ASPECTS OF ANALYSIS OF THE STOCK COMPANY'S ECONOMIC SECURITY

#### АНОТАЦІЯ

У статті розглянуто обліково-аналітичні засади дослідження економічної безпеки акціонерного товариства. Розроблено модель взаємозв'язку мультиплікатора вартості та коефіцієнта Бівера з метою діагностики стадії кризи у діяльності акціонерних товариств, своєчасного реагування на негативні фактори розвитку та гарантування фінансово-економічної безпеки діяльності.

**Ключові слова:** економічна додана вартість, мультиплікатор вартості, коефіцієнт Бівера, діагностика кризового стану, економічна безпека підприємства.

#### АННОТАЦИЯ

В статье рассмотрены учетно-аналитические основы исследования экономической безопасности акционерного общества. Разработана модель взаимосвязи мультипликатора стоимости и коэффициента Бивера с целью диагностики стадии кризиса в деятельности акционерных обществ, своевременного реагирования на негативные факторы и обеспечения финансово-экономической безопасности деятельности.

**Ключевые слова:** экономически добавленная стоимость, мультипликатор стоимости, коэффициент Бивера, диагностика кризисного состояния, экономическая безопасность предприятия.

#### ANNOTATION

The accounting and analytical frameworks of the study of economic security of the stock company are considered. The model of interrelation between multiplier of value and the Beaver's coefficient has been developed to diagnose the stage of the crisis of the joint stock company, timely response to the negative factors and ensuring financial and economic security of activities.

**Keywords:** economic value added, cost multiplier, Beaver's coefficient, crisis diagnostics, economic security.

**Постановка проблеми.** Нині основною метою гарантування економічної безпеки підприємств є не досягнення вищого ступеня його стійкості, а забезпечення зростання і розвитку. При цьому не важливо, за рахунок яких джерел фінансування досягає комерційна організація цієї мети. Тобто існують підприємства капітально стійкі, але такі, що стагнують, і, навпаки, нестійкі, але стрімко розвиваються. Зауважимо, що останні в умовах ринку є найбільш успішними. Звідси стратегія економічної безпеки підприємства, на наш погляд, повинна базуватися на створенні таких умов функціонування підприємства, які сприятимуть мак-

симізації прибутку і водночас забезпечать як його зростання, так і виплату дивідендів власникам. Оцінку економічної безпеки багато дослідників пов'язують з оцінкою фінансового стану підприємства та діагностикою банкрутства з метою нейтралізації кризових проявів.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** У сучасних умовах, коли чимало дослідників визнають, що вартість підприємства є результатом його діяльності та критерієм підвищення добробуту власників, стають актуальними дослідження зарубіжних і вітчизняних теоретичних та практичних підходів, методів і моделей, що стосуються управління вартістю з метою вдосконалення або адаптації до національних реалій для забезпечення результативності виробничо-господарської діяльності українських корпоративних підприємстві будівельної галузі та їх економічної безпеки.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** У рамках концепції управління, спрямованого на створення вартості (*VBM, Value-Based Management*), зарубіжні автори запропонували ряд показників, таких як *EVA, MVA, SVA, CVA* і *CFROI*, а на основі *EVA* систему управління: *EVA* і *EVA-based management*, які базуються на методі дисконтованих грошових потоків [1-6] та ін.

Розповсюдженими методологічними підходами при визначенні вартості підприємства на основі оцінки дисконтованих грошових потоків вважаються: середньозважена вартість капіталу – *WACC* (*weighted average cost capital*), метод розрахунку *WACC* Модильяні-Міллера та метод розрахунку *WACC* Майзла-Еццеля, метод скорегованої приведеної вартості – *APV* (*adjusted present value*), що дозволяє оцінювати вартість підприємства, метод приросту акціонерного капіталу – *FTE* (*flow to equity*), що надає можливість оцінити вартість акціонерного капіталу.

Спільним для цих методів є те, що вони ґрунтуються на статистичній інформації та

прогнозах ризиків, пов'язаних з акціонерним капіталом.

Однією з поширених моделей вартісно-орієнтованого менеджменту не тільки у США, а й у Австралії, Великобританії, Канаді, Бразилії, Німеччині, Туреччині, Франції та серед інтернаціональних компаній, яка базується на принципі визначення мети господарської діяльності підприємства як досягнення максимального багатства акціонерів та концепції економічного прибутку та пов'язує фінансовий стан інвесторів з прибутками компанії є економічна додана вартість *EVA* (Economic Value Added). Розроблену в 1982 р. засновниками компанії *Stern Stewart & Co*, Г.Б. Стюартом і Дж. Стерном *EVA* і сьогодні багато дослідників вважають показником діяльності підприємств [4; 5].

Показник *EVA<sub>t</sub>* переважно застосовується для повної оцінки вагомих аспектів діяльності підприємства, характерними рисами якої є невисокий рівень заборгованості та велика питома вага основних засобів у капіталі. Цей підхід базується на визначенні вартості компанії на основі реальних майбутніх прибутків, що інвестор може отримати на певний момент часу й враховує більше важливих складових, ніж чистий прибуток на одну акцію (*EPS*, earnings per share), ринкова додаткова вартість (*MVA*, Market Value Added), прибутковість інвестицій (*ROIC*, return on invested capital), прибутковість акціонерного капіталу (*ROE*, return on equity) та ін.

Як основний розрахунок для обчислення *EVA* застосовують (1) [6]:

$$EVA = NOPAT_t - WACC \cdot CE_t, \quad (1)$$

де *NOPAT<sub>t</sub>* (net operating profit after taxes) – чистий операційний прибуток після сплати скорегованих податків, який складається з прибутку від використання активів підприємства та відсотка виплаченого кредиторам з чистого прибутку;

*WACC* (weighted average cost capital) – середньозважена вартість капіталу, яка відповідає рівню дисконту для приведення майбутніх значень *EVA* в теперішні;

*CE<sub>t</sub>* (capital employed) – скорегований інвестиційний (довгостроковий) капітал.

В Україні проблема виміру та управління вартістю підприємства досліджувалася у багатьох працях відомих економістів, де обґрунтовувались: важливість застосування показника *EVA*, його значення для прогнозування, підвищення результативності діяльності підприємства та питання, пов'язані з перешкодами застосування показника *EVA* в оцінці вітчизняного бізнесу та було розглянуто різні варіанти його розрахунку.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Проблеми діагностики банкрутства також досліджувалися в працях вітчизняних і зарубіжних науковців. Проте, як показує практика, зарубіжний досвід діагностики банкрутства через об'єктивні при-

чини не може бути застосований до умов вітчизняної економіки.

**Формулювання цілей статті.** Метою дослідження є виявлення залежності стадії кризи та вартості, заробленої підприємством, для прогнозування майбутньої тенденції розвитку та прийняття відповідних управлінських рішень, спрямованих на недопущення зменшення вартості підприємства, поліпшення його економічного становища та гарантування економічної безпеки.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Економічний підхід до концепції стійкості розвитку організацій заснований на теорії максимального потоку сукупного доходу, який може бути вироблений за умови збереження сукупного капіталу. Що стосується внутрішнього контролю, то тут важко говорити і про єдину концепцію реалізації, і про єдину модель регулювання, оскільки їхню побудову сьогодні визначає керівництво економічного суб'єкта. Головне правило побудови системи такого контролю полягає в балансуванні ризику і прибутковості підприємства. Концепція компромісу між ризиком і прибутковістю полягає в тому, що отримання будь-якого доходу в бізнесі найчастіше пов'язане з ризиком. Причому зв'язок між цими двома взаємозалежними характеристиками прямо пропорційний: чим вища необхідна або очікувана прибутковість, тобто віддача на вкладений капітал, тим вищий і ступінь ризику, пов'язаний з можливим неотриманням цієї прибутковості. Отже, гарантування економічної безпеки комерційних організацій має, на наш погляд, передбачати контроль за погрозами її втрати та забезпеченням сталого розвитку підприємства.

«Стійкість» і «безпека» є найважливішими характеристиками економіки підприємства як єдиної системи. Їх не слід протиставляти, кожна з них своєрідно характеризує розвиток організації. При цьому «безпека» є станом об'єкта в системі його зв'язків з погляду здатності до самовиживання і розвитку в умовах нейтралізації внутрішніх і зовнішніх загроз, а також дій непередбачуваних і важкопрогнозованих факторів. Чим більш стійке підприємство, тим воно життєздатніше, а оцінка його безпеки буде досить високою. Але далі, як правило, слід очікувати порушення пропорцій і зв'язків між різними компонентами системи, що призводить до її дестабілізації і є сигналом переходу підприємства від безпечного до небезпечного стану. Отже, чим стійкіше розвиток, тим менша ймовірність загроз.

Тож можна стверджувати, що стійкість не може бути поза розвитком. Система періодично переходить від одного стійкого стану до іншого, тобто має певну закономірність розвитку. Проблема такого розвитку полягає в недопущенні нестійких станів на підприємстві та розробці підходів циклічного руху від одного стійкого стану до іншого по траєкторії сталого розвитку,

ліквідуючи загрози безпеці суб'єктів господарювання. У цьому зв'язку можна виділити як мінімум три функціональні критерії, що генерують фінансову складову економічної безпеки підприємств: прибуток, виторг і власний капітал. У цій тріаді головною рушійною силою і цільовою функцією контролю загроз та забезпечення розвитку підприємства, на наш погляд, є прибуток. Зростання виторгу забезпечує розвиток підприємства, а збільшення власного капіталу – його фінансове зростання і стійкість капіталу. Показником, який синтезує ці характеристики, слід визнати *економічну додану вартість* підприємства.

З метою своєчасного виявлення тенденцій формування незадовільної структури балансу у прибутково працюючого підприємства і вжиття випереджувальних заходів, спрямованих на запобігання банкрутству, в практиці рекомендується проводити систематичний експрес-аналіз фінансового стану підприємств (фінансовий моніторинг) з використанням коефіцієнта Бівера [7]. Він розраховується як відношення різниці між чистим прибутком і нарахованою амортизацією до суми довгострокових та поточних зобов'язань.

Слід погодитися з думкою багатьох авторів, що застосування оригінальної формули розрахунку коефіцієнта Бівера, яка передбачає вирахування з чистого прибутку суми нарахованої амортизації, позбавлене економічної правильності через алгоритм розрахунку чистого прибутку, що існує у національній звітності. На нашу думку, більше відповідає меті дослідження сума чистого прибутку та амортизації, яка відображає грошовий потік коштів, а співвідношення суми грошового потоку коштів до суми довгострокових і поточних зобов'язань (2) характеризує забезпеченість підприємства власними коштами та відповідну структуру балансу.

$$K_6 = \frac{ЧП + А}{ДЗ + ПЗ}, \quad (2)$$

де  $K_6$  – коефіцієнт Бівера;

ЧП – чистий прибуток;

А – амортизація;

ДЗ – довгострокові зобов'язання;

ПЗ – поточні зобов'язання.

Відомо, що ознакою формування незадовільної структури балансу є фінансове становище підприємства, у якого протягом тривалого часу (від 1,5 до 2 років) коефіцієнт Бівера не перевищує 0,2. Це становище відображає небажане скорочення частки прибутку, що використовується на розвиток діяльності. Вважається, що така тенденція призводить до незадовільної структури балансу, коли підприємство починає працювати в борг.

Для побудови моделі взаємозв'язку *EVA* та коефіцієнта Бівера використовувалась методика визначення мультиплікатора вартості  $W$ , розрахованого на основі показника *EVA* (3) як співвідношення скорегованого чистого операційного прибутку після сплати податків (Net Operating

Profit After Tax) і вартістю (opportunity cost) інвестованого капіталу, що вказує на достатність заробленого прибутку на покриття витрат на капітал [8].

Для визначення  $W$  використано приблизний спосіб розрахунку *EVA* [9], адаптований до національної фінансової звітності:

$$W = \frac{СЧП \cdot (1 - \Pi) + \Phi + СВ \cdot (1 - \Pi)}{ВКВ_i \cdot \frac{КВ}{СІК} + СВС_i \cdot \frac{ПК}{СІК}}, \quad (3)$$

де СЧП  $(1 - \Pi)$  – скорегований чистий прибуток після оподаткування;

$\Pi$  – ставка податку на прибуток;

А – амортизація;

СВ – сплачені відсотки;

ПК – позиковий капітал;

КВ – власний капітал;

СІК – скорегований інвестований капітал;

ВКВ<sub>*i*</sub> – вартість власного капіталу;

СВС<sub>*i*</sub> – середньозважена процентну ставка за короткостроковими кредитами.

Аналіз динаміки коефіцієнта Бівера та мультиплікатора вартості дозволяє дослідити залежність від суми чистого прибутку, заробленого підприємством. Негативне значення показників відповідає періодам, коли підприємство отримує збитки. У періоди, коли підприємство отримує чистий прибуток, а значення співвідношення  $W$  наближається до одиниці, що свідчить про недостатність заробленого прибутку для покриття витрат на капітал, величина коефіцієнта Бівера не досягає рекомендованого рівня.

Шляхом підставлення у рівняння значень мультиплікатора вартості  $W$  у діапазоні 0,5-2,0 можна визначити коефіцієнт Бівера та стадії кризи.

Якщо значення коефіцієнта Бівера менше за 0,1, то заробленого прибутку недостатньо для покриття витрат на капітал та підтримку платоспроможності підприємства. Якщо значення коефіцієнта Бівера дорівнює рекомендованому міжнародними стандартами інтервалу 0,2-0,4, то в цьому випадку величина заробленого чистого прибутку забезпечує зростання вартості підприємств, стабільність фінансового стану та економічну безпеку.

**Висновки.** Розроблена модель взаємозв'язку показників мультиплікатора вартості та коефіцієнта Бівера дає можливість визначити, наскільки чистий прибуток підприємства має перевищувати витрати на інвестований капітал для створення фінансового становища підприємства, яке б, за теорією Бівера, залишалось стабільним та забезпечувало ефективний розвиток.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Орієр Т. Настоящая стоимость капитала: практический посібник з прийняття фінансових рішень / Т. Орієр, Дж. Рагман, Л. Спайсер; пер. з англ. О.Б. Ватченко. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2007. – 288 с.

2. Miller, M.H., Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (4), pp. 411-433.
3. Рош Дж. Стоимость компании: от ожидаемого к действительному / Дж. Рош; пер. с англ. Е.И. Недбальской. – Минск: Гривцов Паблішер, 2008. – 352 с.
4. Biddle, G.C., 1998. Economic Value Added: Some Empirical Evidence. *Managerial Finance*, 24, pp. 60-70.
5. Worthington, A., West T., 2001. Economic Value-Added: a Review of the Theoretical and Empirical Literature. *Asian Review of Accounting*, 9 (1), pp. 67-86.
6. Gitman, L. J., Joehnk, M. D., 2003. *Fundamentals of investing*. 9th ed. N.Y.: Pearson. 1006 p.
7. Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства: наказ Міністерства економіки України від 19.01.2006 р. № 14.
8. Гордієнко Т.В. Антикризовий механізм управління результативністю діяльності акціонерних товариств будівельної галузі: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами» / Т.В. Гордієнко. – Харків, 2012. – 20 с.
9. Ситник П.Е. Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских публичных компаний / П. Е. Ситник // *Корпоративные финансы*. – 2008. – № 4. – С. 114-121.