

УДК 336.6

Лотоцький М. Я.

ОЦІНЮВАННЯ ПРОЦЕСІВ ФОРМУВАННЯ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ КАПІТАЛУ В АСПЕКТІ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ

У статті детально розглянуто методи оцінки визначення рівня фінансової безпеки підприємств та наведено порівняльну характеристику аналітичних моделей оцінювання капіталу підприємства.

Ключові слова: *капітал, фінансова безпека, ризик, доходність, ліквідність.*

Постановка проблеми. В умовах глобалізації ринків та стрімкого розвитку технологій обміну інформацією капітал досягнув безпрецедентного рівня мобільності, який дозволяє інвесторам ідентифікувати, а капіталу переміщуватися туди, де ресурси можуть бути використані найбільш ефективно. Однією з аксіом сучасної підприємницької діяльності є осмислення того, що капітал – це життєво важлива компонента успіху будь-якого бізнесу, орієнтованого на довгострокове економічне зростання. У цьому зв'язку безумовної уваги керівників підприємств привертають питання розробки та реалізації ефективної стратегії фінансування, в якій центральне місце посідає фінансово-економічне оцінювання капіталу.

Теорії оцінювання капіталу та активів підприємств мають багатовікову історію. Перші згадки про оцінювання як метод обліку та рекомендації про його використання в процесі купівлі-продажу з'явилися ще у XVI ст. у працях основоположників бухгалтерського обліку Л. Пачалі і А. Дж. Піетро. Правила експертного оцінювання були розроблені відомим німецьким ученим-математиком Г. Лейбніцем у XVIII ст. Є різні погляди щодо трактування самого поняття «оцінювання». Існує два підходи: перший – це визначення ціни, другий – визначення вартості. У російській мові слово «оценка» означає визначення ціни об'єкта, тобто те, що може одержати власник за об'єкт у момент його реалізації, а вартість відбиває витрати, пов'язані з об'єктом, які мав власник на відповідний момент часу [1].

Англійське слово «appraisal» (оцінка) передбачає визначення не тільки ціни, а й вартості капіталу, бізнесу, активів підприємства. Необхідно зазначити, що вартість капіталу та його величина – це нетотожні поняття. На сучасному етапі глибше вивчені питання формування, обігу та відновлення капіталу, але в системі теоретичних аспектів управління капіталом важливу роль відіграє саме його оцінювання.

Оцінювання процесів формування та функціонування капіталу в контексті забезпечення фінансової безпеки передбачає поєднання базових методичних засад до оцінки рівня фінансової безпеки та капіталу підприємства. Критично

проаналізуємо сучасні методичні підходи до оцінки рівня фінансової безпеки та капіталу підприємства.

Аналіз останніх досліджень. Результати аналізу наявних методичних підходів до оцінювання рівня фінансової безпеки підприємства (рис. 1) [2–9] дозволяють визначити такі проблеми:

– відсутність обґрунтованої системи індикаторів рівня фінансової безпеки, їх градації та інтерпретації;

– оцінка рівня фінансової безпеки підприємства на основі аналізу динаміки одного або декількох індикаторів є недостатньо інформативною, оскільки не враховує системний характер досліджуваного явища;

– у значній частині методів оцінювання не враховується взаємозв'язок фінансової безпеки із загрозами. Доцільно здійснювати оцінку взаємозв'язків як між узагальнюючим рівнем фінансової безпеки, так і між самими загрозами фінансовій безпеці;

– у проаналізованих підходах до оцінки рівня фінансової безпеки підприємства основну увагу приділяють поточній і ретроспективній оцінкам рівня безпеки без прогнозування оцінок на майбутнє.

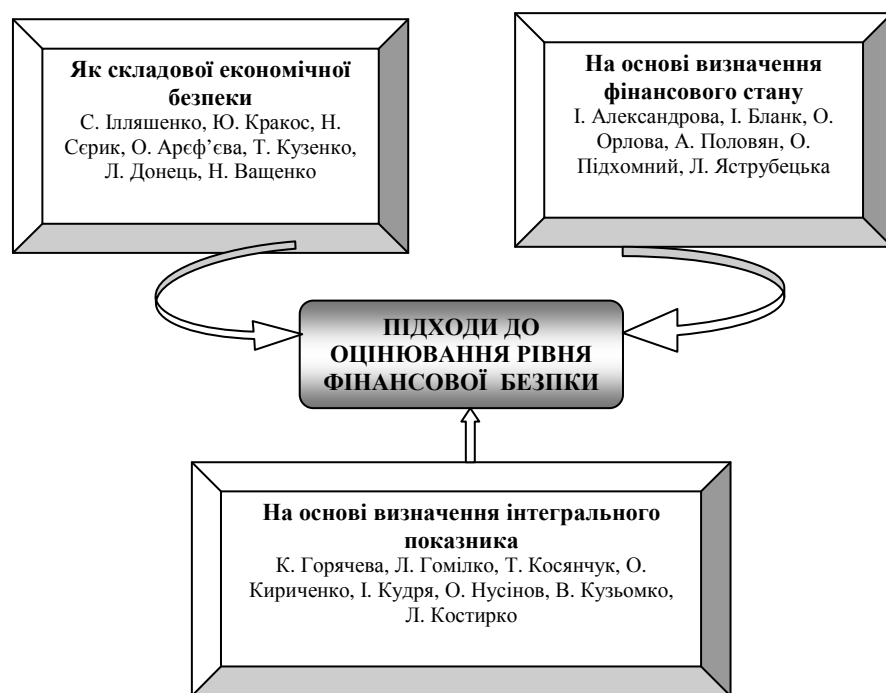


Рис. 1. Систематизація методичних підходів до визначення рівня фінансової безпеки підприємства

Джерело: побудовано автором.

Мета статті. Ураховуючи той факт, що аналітичний інструментарій, який використовується в рамках застосування різних методичних підходів до оцінки рівня фінансової безпеки підприємства є універсальним, а принципово відрізняються тільки логіка, алгоритм та кінцева інтерпретація результату, у цій статті детально дослідимо методи оцінки визначення рівня фінансової безпеки підприємств та наведемо порівняльну характеристику аналітичних моделей оцінювання капіталу підприємства.

Виклад основного матеріалу. У західному діловому управлінському середовищі відбувається зміна аналітичної парадигми діагностування руху капіталу підприємства, в основу якої покладено базові положення аналізу інвестиційної вартості капіталу. Така зміна парадигми є необхідною і для некорпоративного за своєю організаційно-правовою формою вітчизняного бізнесу, який має досить формальні причини не враховувати індикатори фондового ринку в процесі економічного обґрунтування стратегії розвитку підприємства. Нагальна потреба в освоєнні нового аналітичного апарату обумовлюється тим, що менеджмент (у тому числі капіталу та вартості) вітчизняних підприємств базувався на базі адміністративної економіки та безальтернативного управлінського мислення.

У сучасній економічній літературі міститься змістовна аргументація доцільності зміни аналітичного інструментарію в процесі управління капіталом підприємства та обґрунтування вибору адекватної моделі його оцінювання. Становлення вартісної моделі (фінансова аналітична модель) аналізу результатів руху капіталу підприємства були викладені в наукових роботах Е. Шапіро, М. Гордона, Б.Стюарта, А. Ербара, Дж. Олсона [10] та розвинені в дослідженнях Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муріна [11]. Перехід до фінансової аналітичної моделі обумовлює необхідність у фокусуванні менеджменту підприємства на задачі довгострокового зростання інвестиційної величини капіталу. Така задача може бути розв'язана, якщо в процесі підприємницької діяльності суб'єктом господарювання створюється економічний прибуток (додана вартість). З точки зору фінансової моделі, капітал підприємства має генерувати такі фінансові результати, яких буде достатньо для вирішення стратегічних завдань та компенсації інвестиційного ризику всіх інвесторів. Перетворення потенційних можливостей отримання економічного прибутку для власників підприємств на реальність є основною ідеєю вартісної моделі аналізу.

В основу цієї концепції покладено твердження про те, що основною фінансовою метою діяльності підприємства є зростання його вартості. Відповідно, усі рішення, що приймаються, мають бути спрямовані на досягнення такої мети. У сучасній економічній літературі на сьогодні умовно розмежовують дві моделі діагностування результативності підприємства, а саме: бухгалтерську та вартісну модель. Процес діагностування доцільно здійснювати з позицій трьох вимірників: ризик, доходність, ліквідність. По всіх трьох вимірниках бухгалтерська та вартісна моделі мають розбіжності (табл.1).

Таблиця 1

Порівняльна характеристика аналітичних моделей оцінювання капіталу підприємства

Параметри моделі	Бухгалтерська модель	Вартісна (фінансово-економічна) модель
ДОХОДНІСТЬ	Результат ефективності діяльності підприємства виражається у грошовому вимірюванні, тобто	Результат ефективності діяльності оцінюється з точки зору того, чи достатньо потоків грошових ресурсів

	відсутньою є інвестиційна складова трактування.	для забезпечення нормального рівня доходності капіталу власників підприємства.
РИЗИК	Базується на фактично здійснюваних операціях. До вартості капіталу відносять тільки фактично здійснені витрати. Фактично проведені операції і фактичні витрати домінують у процесі збору та обробки інформації, а в аналізі результатів не передбачаються альтернативні варіанти його вкладення та використання. Успішний результат функціонування – це покриття доходами фактично понесених витрат. Модель не орієнтує аналіз на проблему врахування невизначеності очікуваного інвестором результату, тобто неможливо визначити, наскільки позитивним є одержаний результат для інвестора.	Основний принцип аналізу полягає в урахуванні альтернативних варіантів укладення капіталу з певним рівнем ризику і відповідним ризику економічним ефектом або в урахуванні втраченого інвестиційного доходу. Результат вимірюється величиною доданої вартості. Підхід із позицій формування доданої вартості дає відповідь, наскільки порівняльним є одержаний економічний прибуток з інвестиційним ризиком і в якій мірі величина економічного прибутку є достатньою для інвестора.
ЛІКВІДНІСТЬ	Модель сфокусована на показнику нарахованого прибутку як інструменті, що визначає результат діяльності підприємства за певний період.	Модель оперує показниками потоків вільних коштів, що дозволяє враховувати рівень ліквідності

Джерело: узагальнено автором на основі [1, 12–17].

Доходність. Бухгалтерське бачення базується на фактично здійснюваних операціях і виключає з аналізу альтернативність можливих дій, що практично ігнорує варіанти розвитку. Очевидним також є те, що до витратної частини відносять тільки фактичні витрати на капітал, що понесені в процесі господарської діяльності підприємства. Обмеженість цієї моделі полягає в тому, що принцип «фактично здійснюваних операцій і фактично здійснюваних витрат» домінує не тільки на етапі збору та обробки інформації в самому обліку, а в логічній послідовності аналізу фінансово-економічних результатів діяльності підприємства і прийняття відповідних управлінських рішень. Таким чином, недоліком бухгалтерської моделі аналізу з точки зору задач

менеджменту є те, що в ній не передбачена оцінка додаткових альтернативних можливостей, тобто не відображається фундаментальна концепція сучасного економічного аналізу створення доданої вартості. Основний принцип аналізу останньої полягає в тому, що необхідно враховувати альтернативні варіанти вкладення капіталу з певним ризиком та відповідним йому ефектом, або в урахуванні втраченого інвестиційного доходу. Підхід із позицій економічного прибутку потребує ретельного дослідження ризику за інвестиційними вкладеннями, пошуку співставлених за ризиком альтернатив, аналізу їх результатів і, відповідно, кардинального перегляду всього процесу виявлення й оцінки ефекту.

Таким чином, дотримання принципу створення доданої вартості – це ознака досконалішої аналітичної моделі, яка потрібна для вирішення завдань, які стають перед менеджментом сучасного підприємства.

Ризик. Істотне обмеження бухгалтерської моделі як аналітичної основи для створення системи управління результатами діяльності підприємства полягає в тому, що ця модель не орієнтована на врахування невизначеності очікуваного результату. На основі даних бухгалтерської звітності неможливо визначити рівень доходності капіталу, значення якого визначає альтернативні можливості інвестора. У рамках бухгалтерської моделі відсутньою є відповідь на запитання, яким є співвідношення між величиною бухгалтерського прибутку підприємства та його інвестиційним ризиком, чи компенсується цей ризик та чи влаштовує це інвестора? Таким чином, зрозумілим є те, що в основу обґрунтування ключових фінансових рішень щодо структури капіталу не можуть бути покладені показники рентабельності, які розраховані на основі тільки бухгалтерської величини прибутку.

Ліквідність. Аналітична традиція, яка склалася в рамках бухгалтерського підходу, сфокусована на показнику нарахованого прибутку як інструменті вираження результатів діяльності, які підприємство досягло за певний період. Однак для вирішення завдань менеджменту необхідною є картина ліквідності, тому сучасна фінансова модель оперує показниками потоків вільних грошових ресурсів (free cash flows, FCF) або остаточного прибутку.

У процесі порівняння двох моделей слід звернути увагу ще на одну розбіжність. У бухгалтерській моделі тлумачення результату здійснюється на основі номінального принципу, тобто повністю відсутня інвестиційна складова. Нинішні та майбутні прибутки, грошові потоки розглядаються прямолінійно, без дисконту на доходи, які втрачаються із-за неможливості отримання грошового потоку зараз та його негайного інвестування. Таким чином, бухгалтерська модель, навіть у випадку послідовного застосування принципу консерватизму для підготовки звітних даних, не створює основи для реальної аналітичної оцінки результативності підприємства.

Стрижнем вартісної моделі аналізу результатів підприємства є величина доданої вартості (економічного прибутку). Економічний прибуток – це кінцевий показник, який кількісно оцінює, чи достатньо потоків грошових ресурсів для забезпечення нормального рівня доходності. Одним із основних проблемних питань, які виникають для власників підприємства, є те, яким має

бути значення норми доходності, що забезпечувала б отримання нормальної для них величини прибутку. Перш за все, критерій «нормальності» слід шукати в сфері аналізу ризику. Необхідно провести аналіз вимог інвесторів – власників підприємства до рівня доходності, оцінити вартість власного капіталу та визначити, якими є ті потенційні ставки доходності, яких вони очікують. З точки зору інвестора, «нормальна» ставка показує величину фактичної доходності вкладень у це підприємство, нижче якої у нього втрачається стимул і мотив продовжувати таке інвестування капіталу. Для менеджерів «нормальна» ставка представляє собою витрати на залучення власного капіталу (cost of equity COE) або мінімальний рівень доходності інвестицій, який має забезпечувати команда менеджерів підприємства.

Доцільно звернути увагу ще на один аспект зазначеної проблеми. Розповсюджене застосування бухгалтерської моделі аналізу призвело до того, що показники прибутку використовують як ключові не тільки в процесі оперативного управління капіталом підприємства, а і в процесі обґрунтування стратегічних рішень, для кількісної характеристики цілей розвитку компанії та її структурних підрозділів. Однак постановка цілей і завдань управління в параметрах, які є вирваними з контексту ризику та вимог інвесторів до рівня доходності, не може задовольняти, перш за все, власника підприємства.

У фінансовій моделі аналізу підприємства основна фінансова мета стратегічного розвитку – зростання вартості бізнесу – вимірюється з урахуванням інвестиційної вартості капіталу, на основі показника економічної доданої вартості. Однак, на наш погляд, крім самого абсолютного значення доданої вартості, яка створена протягом певного періоду, доцільно здійснювати аналіз впливу основних факторів, які обумовлені особливостями формування та функціонування капіталу підприємства як економічного ресурсу.

Для подальшого розкриття методології оцінювання капіталу спробуємо поєднати основні переваги застосування бухгалтерської та вартісної аналітичних моделей, але за базову модель оцінювання буде прийнято вартісну.

Вартісна природа ресурсів (економічний аспект), які є у розпорядженні підприємства, дозволяє досліджувати їх як рух капіталу, тобто процес його формування та функціонування. У процесі формування в сучасній фінансово-економічній літературі відокремлюють окремі його види: власний та позиковий (платна його частина) капітал. Співвідношення між власним та позиковим капіталом характеризує його структуру, яка впливає на середньозважену ціну капіталу. Структура капіталу відіграє важливу роль у формуванні ринкової вартості підприємства. Такий зв'язок опосередкований показником середньозваженої вартості капіталу.

Вартісна модель аналізу результатів діяльності підприємства передбачає покриття витрат не тільки за осяжними елементами (праця, основний та оборотний капітал), але і витрати капіталу, які за своєю сутністю є неявними, базуються на оцінюванні втрачених вигід. Поняття «плата за капітал» (вартість капіталу) є центральною у вартісній моделі аналізу результатів діяльності підприємства, яку можна представити таким чином (рис. 2).

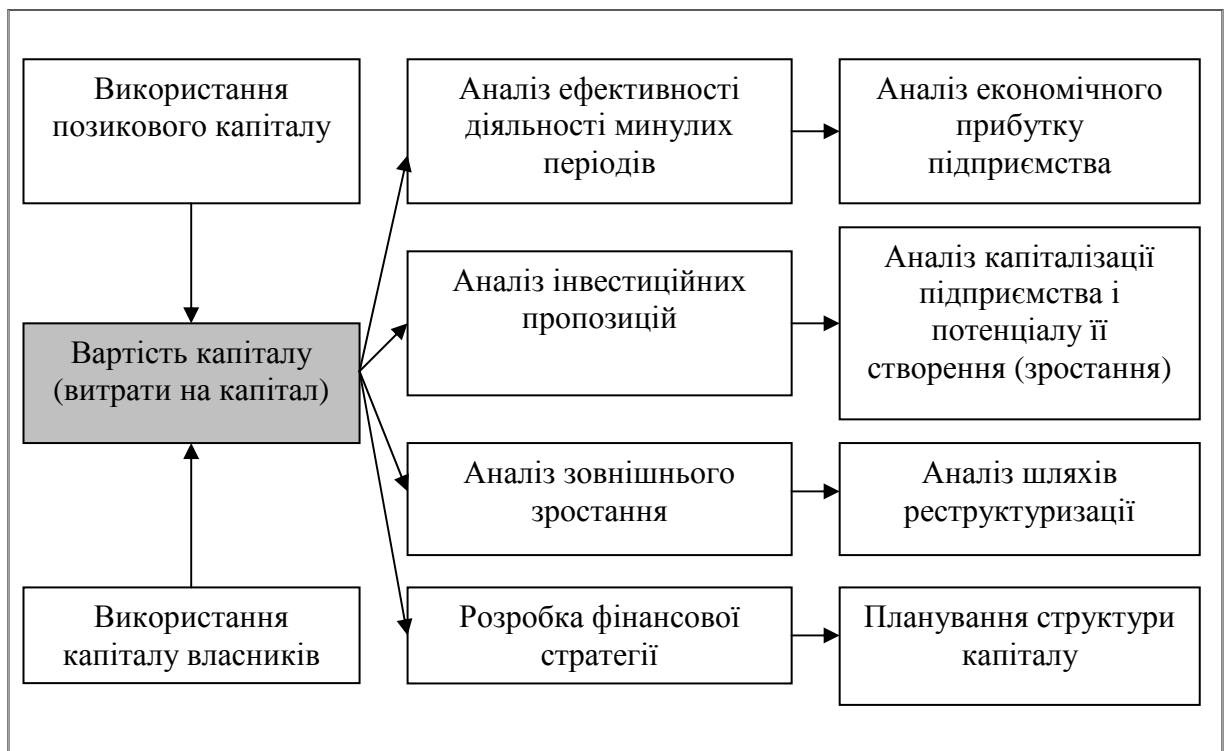
Так як бізнес-діяльність підприємства розвивається за рахунок власного та позикового капіталу, то очікуваний рівень доходності за капіталом має відображати важелі різних джерел фінансування ресурсів, що залучає підприємство та ціну кожного з них, що знаходить своє відображення у розрахунку величини середньозваженої вартості капіталу (WACC).

На стадії функціонування капіталу реалізується його продуктивна функція, тобто доцільно розглядати капітал із точки зору здатності створювати певний результат (додану вартість). Реалізація цієї функції відбувається шляхом ефективної комбінації основного, оборотного та інтелектуального капіталів, у результаті якої створюється додана вартість.

Оцінювання капіталу підприємства передбачає розв'язання двох проблемних питань: по-перше, вибір адекватної моделі оцінки; по-друге, розробка на основі цієї моделі системи інструментів, які дозволяють на всіх рівнях підприємства приймати обґрунтовані управлінські рішення, одним із яких є забезпечення фінансової безпеки підприємства.

Рисунок 2

Сфери застосування показника „вартість капіталу підприємства” у вартісній діагностичній моделі [18–19]



Джерело: побудовано автором на основі [18–19].

Вибір адекватної моделі оцінки. У сучасній економічній літературі виокремлюють такі класи моделей оцінювання фундаментальної вартості власного капіталу [12, 13, 15, 17, 18]: моделі дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flow Models – DCFM); моделі остаточного прибутку (Residual Income Models – RIM).

Критичний аналіз указаних моделей із точки зору практичного використання (табл. 2) дозволяє зробити висновок на користь моделі остаточного прибутку. Однак, виникає проблема вибору основного показника (або комплексу показників) результатів формування та функціонування капіталу підприємства. Це рішення проєцирує загальну філософію створення цінності для акціонерів у практичну площину і дозволяє оцінити фактично створену вартість протягом звітного періоду.

Нарощення вартості як основної мети діяльності актуалізується тільки на певній стадії розвитку підприємства та його зовнішнього оточення. При цьому можна виділити основні фактори, від яких залежать актуалізовані фінансові цілі: зростання капіталомісткості бізнесу, що обумовлює необхідність ефективного управління активами; необхідність врахування довгострокових перспектив у розвитку бізнесу, які, в свою чергу, визначаються внутрішнім бізнес-середовищем та зовнішнім оточенням бізнесу.

На фактори вибору фінансових цілей (ключові фінансові показники результатів діяльності) уперше звернули увагу дослідники компанії McKinsey&Co [20]. У сучасній економічній літературі визначають декілька підходів до порівняння показників із точки зору їх результативності. Так Р. Морін, Т. Джерел та Дж. Найт розподіляють показники за параметрами точності та складності [18]. Однак зазначимо, що ті порівняння, які представляють зазначені автори, здійснюються виключно на основі логічного аналізу і виходять із посилання, що будь-які бухгалтерські показники є неінформативними з точки зору їх практичного використання.

На наш погляд, такий підхід є не обґрунтованим. Якщо ступінь складності показника, дійсно, може бути реально відчутним, то ступінь його точності має бути обґрунтований не логічно, а відповідно з економетричними дослідженнями.

Достатньо обґрунтованими, на наш погляд, з наукової точки зору та привабливими для практичного використання є порівняння показників результатів за: ступенем фактичного включення очікувань відносно майбутніх результатів; ступенем складності показника; можливістю формування на базі показника системи створення нової цінності.

Таблиця 2

Особливості використання моделей оцінювання фундаментальної величини власного капіталу

Моделі оцінювання фундаментальної величини власного капіталу			
Модель дисконтованих грошових потоків (<i>Discounted Cash Flow Models – DCFM</i>)		Моделі остаточного прибутку (<i>Residual Income Models - RIM</i>)	
Модель дисконтування вільних грошових	Модель дисконтування вільних грошових	Модель дисконтування остаточного	Модель дисконтування остаточного

потоків (<i>Discounted Free Cash Flow Model – DFCFM</i>)	потоків (<i>Discounted Free Cash Flow Model – DFCFM</i>)	операційного прибутку (<i>Residual Operating Income Model – ReOIM</i>)	чистого прибутку (<i>Residual Earnings Model – REM</i>)
<p>Якщо розглядати дивідендні виплати як нескінчений у часі потік надходжень, то вони в цілому визначають фундаментальну цінність власного капіталу. Однак якщо часовий горизонт має обмеження, то дивідендні виплати у кожний конкретний момент часу не пов'язані з формуванням вартості. Якщо дивіденди реінвестуються, то здійснюється перерозподіл поточної цінності на інші періоди з метою створення ще більшої вартості у наступних періодах. Одночасно дивідендні виплати поточного періоду не можуть бути пов'язаними із створенням вартості у цьому періоді, однак і не можуть відображати ефекти від реінвестування прибутку минулих періодів. Таким чином, у короткостроковому періоді модель дисконтованих дивідендів не може бути визнаною за критерієм достовірності, тобто величина дивідендних виплат у поточному періоді не може виступати як показник результативності капіталу підприємства. Крім того, ця модель потребує наявності припущень про нескінченний у часі потік дивідендних виплат. Однак припущення про іррелевантність дивідендних виплат М. Міллера та Ф. Модільяні показує, що ціна акції не пов'язана з тим, коли фактично відбувається виплата дивідендів, до чи</p>	<p>Вільний грошовий потік пов'язаний не з видами діяльності, що генерують додану вартість (операційна, інвестиційна), а з діяльністю, що пов'язана з розподілом отриманої величини доданої вартості (фінансова діяльність). За визначенням, вільний грошовий потік дорівнює фінансовому потоку підприємства, який визначається як сума платежів постачальникам як власного, так і позикового капіталу. Платежі за позиковий капітал визначаються умовами укладеної угоди, а за власний – дивідендною політикою. Однак за логікою цінність бізнесу не може визначатися виплатами кредиторам і власникам капіталу; в моделі дисконтованих грошових потоків інвестиції трактуються як втрата вартості, тому слід визнати, що вільні грошові потоки є частково ліквідаційною концепцією підприємства, так як збільшення грошових потоків скорочує інвестиції. Вільні грошові потоки не вимірюють вартість у короткостроковому періоді, так як порушується принцип співвіднесення доходів та витрат; застосування моделі дисконтованих грошових потоків вимагає наявності</p>	<p>Остаточний прибуток є результатом інвестиційної та операційної діяльності, які створюють нову вартість. Остаточний прибуток правильно співвідносить вартість, тобто правильно вимірює величину доданої вартості. У моделі дисконтування остаточного прибутку додаткові інвестиції трактуються як приріст вартості. Показник остаточного прибутку дозволяє побудувати факторну систему (систему драйверів), при цьому факторні ознаки представляють собою такі, що вимірюються на основі звітності підприємства. У процесі побудови показника остаточного прибутку не ігнорується принцип співставлення доходів та витрат, що обумовлює значно менший горизонт прогнозування, ніж в моделі дисконтування грошових потоків. Показник остаточного прибутку є верифікованим. Він формується на основі бухгалтерських даних (тобто є об'єктивним), які підтверджуються результатами незалежного аудиту.</p> <p>ВИСНОВОК. Модель дисконтування остаточного прибутку є більш адекватною для оцінювання фундаментальної вартості власного капіталу, а показник остаточного прибутку можна визнати як найбільш прийнятний для вимірювання нової вартості, яка створюється підприємством протягом звітного періоду.</p>	

<p>після встановленого горизонту прогнозування. У цьому зв'язку прогнозування дивідендів протягом кінцевого горизонту є неінформативним відносно цінності акції.</p> <p>ВИСНОВОК. Застосування моделі дисконтованих дивідендів для оцінювання фундаментальної вартості власного капіталу можна вважати обґрунтованим тільки в окремих випадках. Так, модель краще застосувати, якщо дивідендні виплати перманентно пов'язані зі створенням цінності. Це можливо у випадку, коли підприємство має зафіксований на безкінченному часовому інтервалі норму дивідендних виплат, під якою слід розуміти відношення величини дивідендів до чистого прибутку звітного періоду.</p>	<p>тривалого горизонту прогнозування, так як необхідно відокремити усі грошові потоки від попередніх інвестицій. Указаний недолік має особливе значення у випадку зростання інвестиційної активності підприємств.</p> <p>ВИСНОВОК. Модель дисконтування вільних грошових потоків можна застосовувати в окремих випадках, коли інвестиційна модель підприємства генерує постійні вільні грошові потоки в кожному звітному періоді або вільні грошові потоки з постійним темпом приросту. Це зауваження має відношення не тільки до постпрогнозного періоду, а і всього горизонту прогнозування.</p>	
--	---	--

Таблиця 3

Характеристика показників результативності формування та функціонування капіталу підприємства

Показники	Параметри порівняння		
	Включення очікувань	Ступінь складності показника	Можливість створення системи драйверів
1. Остаточний чистий прибуток (RE)	Не включені.	Низька. Доступний для розуміння на всіх рівнях менеджменту.	Висока. Розкладається на систему драйверів.
2. Остаточний операційний прибуток	Включені частково через визначення очікуваного рівня структури капіталу.	Низька. Доступний для розуміння на всіх рівнях менеджменту.	Висока. Розкладається на систему драйверів.
4. Додана економічна вартість (EVA)	Включені частково через визначення очікуваного рівня структури капіталу.	Середня. Корегування на капітальні еквіваленти значно ускладнює показник.	Висока. Розкладається на систему драйверів.
5. Додана ринкова вартість (MVA)	Включені.	Середня. Розуміння ринкової вартості як дисконтованого потоку вигід ускладнює як розрахунок, так і розуміння показника.	Низька. Агрегований показник відображає результати діяльності на корпоративному рівні.
6. Грошова рентабельність інвестицій	Включені.	Дуже висока. Є складний як для розрахунку, так і	Низька. Складно коректно розкласти на систему драйверів.

		розуміння.	
7. Остаточний прибуток, що базується на ринкових вартостях (RI ^{MV})	Включені.	Складна як для розрахунку, так і розуміння.	Середня.
8. Чистий економічний дохід (NEI)	Включені частково через механізми економічної амортизації.	Середня. Складність цього показника у правильному розумінні економічної амортизації.	Середня.
9. Додана акціонерна вартість (SVA)	Включені.	Складна як для розрахунку, так і розуміння.	Висока. Розкладається на систему драйверів.
10. Додана грошова вартість (CVA)	Включені частково через механізми економічної амортизації.	Середня. Складність цього показника у правильному розумінні економічної амортизації.	Висока. Розкладається на систему драйверів.
11. Загальна акціонерна віддача (TSR)	Включені.	Низька, так як базується на фактичних спостереженнях.	Низький. Агрегований показник, який відображає результати діяльності на корпоративному рівні.

Джерело: узагальнено автором.

Однак, на нашу думку, включення очікувань дещо суперечить природі формування вартості: з одного боку, цінність створюється очікуваннями майбутніх потоків вигід, з іншого, показник результатів має сигналізувати не про майбутні результати, а про фактично отримані вигоди.

У цьому зв'язку, чим більше до показника результатів включені очікування майбутніх вигід, тим більше даний показник може вважатися коректним (із точки зору створення майбутньої вартості), але тим менше він може бути придатним для визначення фактично досягнутих результатів (з точки зору визначення успішності тих чи інших видів діяльності (дивізіонів, підрозділів) і, відповідно, бази для виплати винагород менеджерам).

Висновки. Таким чином, у процесі оцінювання результатів формування та функціонування капіталу з метою забезпечення фінансової безпеки підприємства доцільно використовувати групу показників, які базуються на бухгалтерських оцінках, тобто показники остаточного операційного та чистого прибутку, які піддаються пофакторному аналізу, з метою виявлення та управління етапами створення вартості.

Список використаних джерел

1. Швиданенко Г. О. Управління капіталом підприємства / Швиданенко Г.О., Шевчук Н. В. – К.: КНЕУ, 2007. – 440 с.
2. Бланк И. А. Управление финансовой безопасностью предприятия / Бланк И.А. — К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – 784 с.

3. Горячева К. С. Механізм управління фінансовою безпекою підприємства: Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.06.01. – К.: НАУ, 2006. – 17 с.
4. Гринюк Н. А. Методичні підходи до обґрунтування індикаторів оцінки рівня фінансової безпеки підприємства / Гринюк Н. А. // Проблеми науки. – 2008. – №6. – С. 31 – 35.
5. Марченко О. М. Системна оцінка фінансової безпеки підприємства: методи, показники та обґрунтування // Науковий вісник Львівського державного університету внутрішніх справ. – 2006. – Вип. 1(3). – С. 269 – 275.
6. Медведева І. Б. Діагностування як складова процесу управління фінансовою безпекою підприємства / Медведева І. Б., Погосова М. Ю. // Економіка розвитку. – 2008. – № 1(45). – С. 75 – 78.
7. Папехин Р. М. Факторы финансовой устойчивости и безопасности предприятия: дисс. кан. екон. наук: 08.00.10 / Папехин Роман Сергеевич. – Волгоград: 2007. – 176 с.
8. Погосова М. Ю. Аналіз сутнісних характеристик поняття «фінансова безпека підприємства» / Погосова М. Ю. // Інноваційний розвиток економіки і фінансів України в умовах глобалізації : зб. наук. праць Міжн. наук.-практ. конф. – Хмельницький: ХНУ. – 2008. – С. 221 – 223.
9. Савчук Л. М. Діагностика фінансового забезпечення в процесі управління підприємством: монографія / Савчук Л. М., Сокиринська І. Г. – Дніпропетровськ : Зоря, 2005. – 128 с.
10. Теплова Т. В. Современные модификации стоимостной модели управления компанией / Т. В. Теплова // Вестник МГУ. Экономика. – М.: МГУ, 2004. – Серия 6. – № 1.
11. Коупленд Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Коупленд Т., Долгофф А. – М.: Эксмо, 2009. – 384 с.
12. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. пер.с англ. / М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1020 с.
13. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, Л. Гапенски – СПб.: Экономическая школа, СПб-й ун-т эк-ки и финансов, Высш.шк.эк-ки, 1997. – Т.1– 497с. – Т.2 – 668с
14. Дамодаран А. Инвестиционная оценка / Дамодаран А. // М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 254 с.
15. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства / О. Г. Мендрул // К.: КНЕУ, 2011. – 538 с.
16. Олексюк О. І. Економіка результативності підприємства: монографія / О. І. Олексюк. // К.: КНЕУ, 2008. – 262 с.
17. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Т. В. Теплова – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – 504 с.
18. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках

- капітала): Монографія / Под науч. ред. И. В. Ивашковской. - М.: ИНФРА-М, 2011.
19. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. / Т. В. Теплова // М.: Вершина, 2006. – 272 с.
20. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж.– Пер.с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 576 с.

Подано до редакції 28 серпня 2013 року

Лотоцький М.Я.

Оценка процессов формирования и функционирования капитала в аспекте финансовой безопасности предприятий

В статье подробно рассмотрены методы оценки уровня финансовой безопасности предприятий и приведена сравнительная характеристика аналитических моделей оценки капитала предприятия.

Ключевые слова: капитал, финансовая безопасность, риск, доходность, ликвидность.

Lototskyu M.Y.

Assessment of the processes of formation and functioning of capital in the aspect of financial security of enterprises

The article will detail the methods of estimation of the level of financial security of enterprises and a comparative characteristic of analytical models to assess the company's capital.

Keywords: capital, financial security, risks, profitability, and liquidity.

Лотоцький Микола Ярославович – оперуповноважений Служби безпеки України у Київській області.