

**ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ СЕМЕНА КУЗНЕЦЯ**

ФІНАНСОВИЙ ФАКУЛЬТЕТ

КАФЕДРА ФІНАНСІВ

Пояснювальна записка

до дипломної роботи

МАГІСТР

(освітній ступінь)

на тему: «Управління вартістю підприємств харчової галузі на сучасному етапі її розвитку»

Виконав :

студент 2-го (магістерського) рівня вищої освіти ОС «Магістр»

спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Бойко О. М.

Керівник: к.е.н., доцент Берест М. М.

Рецензент: к.е.н., доц. кафедри ЕПБА та РР ХНУМГ ім. О.М. Бекетова Коюда О.П.

Харків – 2018 рік

АНОТАЦІЯ

Магістерська дипломна робота: с. 146, рис. 21, табл. 40, джерел 112.

Об'єктом дослідження є процес управління ринковою вартістю підприємства. Предметом дослідження є теоретичні, методичні, практичні підходи, методи та інструменти управління вартістю суб'єкта господарювання.

Метою роботи є узагальнення та розвиток теоретичних підходів й розроблення практичних рекомендацій щодо удосконалення управління вартістю суб'єкта господарювання в сучасних умовах. Для досягнення поставленої мети використано такі методи наукового пізнання: метод узагальнення та систематизації, аналізу, кластерного аналізу, структурно-функціонального моделювання, метод побудови таблиць чутливості, концепцію збалансованої системи показників, метод прогнозування фінансових даних. Використано програмні продукти: MS Office, Statistica, Ramus Educational.

У результаті дослідження узагальнено теоретичні основи управління вартістю підприємства, проаналізовано стан та проведено оцінку вартості підприємств харчової галузі, розроблено структурно-функціональну модель процесу управління вартістю підприємства, розроблено стратегію управління вартістю підприємства у сучасних умовах.

КЛЮЧОВІ СЛОВА:

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ, ПІДПРИЄМСТВО, ОЦІНКА ВАРТОСТІ, ФІНАНСОВИЙ СТАН, АНАЛІЗ, СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНА МОДЕЛЬ, СТРАТЕГІЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ, РИНКОВИЙ ПІДХІД, ДОХІДНИЙ ПІДХІД.

АННОТАЦИЯ

Магистерская дипломная работа: с. 146, рис. 21, табл. 40, источников 112.

Объектом исследования является процесс управления рыночной стоимостью предприятия. Предметом исследования являются теоретические, методические, практические подходы, методы и инструменты управления стоимостью предприятия.

Целью работы является обобщение и развитие теоретических подходов и разработки практических рекомендаций по совершенствованию управления стоимостью предприятия в современных условиях. Для достижения поставленной цели использованы следующие методы научного познания: метод обобщения и систематизации, анализа, кластерного анализа, структурно-функционального моделирования, метод построения таблиц чувствительности, концепцию сбалансированной системы показателей, метод прогнозирования

финансовых данных. Используются программные продукты: MS Office, Statistica, Ramus Educational.

В результате исследования обобщены теоретические основы управления стоимостью предприятия, проанализировано состояние и проведена оценка стоимости предприятий пищевой отрасли, разработана структурно-функциональная модель процесса управления стоимостью предприятия, разработана стратегия управления стоимостью предприятия в современных условиях.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ, ПРЕДПРИЯТИЕ, ОЦЕНКА СТОИМОСТИ, ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ, АНАЛИЗ, СТРУКТУРНО-ФУНКЦИОНАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ, СТРАТЕГИЯ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ, РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД, ДОХОДНЫЙ ПОДХОД.

SUMMARY

Master's thesis: p. 146, Fig. 21, tab. 40, sources 112.

The object of research is the process of managing the market value of the enterprise. The subject of the study is theoretical, methodological, practical approaches, methods and tools for managing the value of a business entity.

The aim of the work is generalization and development of theoretical approaches and the development of practical recommendations on the management of the value of a business entity in modern economic conditions. To achieve this goal, the following methods of scientific knowledge are used: the method of generalization and systematization, analysis, cluster analysis, structural and functional modeling, the method of constructing sensitivity tables, the concept of a balanced system of indicators, the method of forecasting financial data. Used software: MS Office, Statistica, Ramus Educational.

As a result of the research, the theoretical bases of value management of the enterprise are summarized, the condition is analyzed and the estimation of the value of food industry enterprises is carried out, the structural-functional model of the value management process is developed, the strategy of management of the enterprise value in the modern conditions is developed.

KEYWORDS:

VALUE MANAGEMENT, ENTERPRISE, VALUATION, FINANCIAL CONDITION, STRUCTURAL-FUNCTIONAL MODEL, ANALYSIS, VALUE MANAGEMENT STRATEGY, MARKET APPROACH, INCOME APPROACH.

ЗМІСТ

	стор
Вступ	7
1. Теоретичні засади управління вартістю суб'єктів господарювання	10
1.1 Економічна сутність управління вартістю суб'єкта господарювання	10
1.2 Механізми управління вартістю суб'єктів господарювання	19
1.3 Методичні підходи до оцінки вартості підприємства	26
Висновок до розділу 1	40
2. Аналіз та оцінка вартості підприємств харчової галузі	41
2.1. Аналіз стану харчової промисловості України	41
2.2. Діагностика підприємств галузі методом кластерного аналізу	52
2.3. Оцінка вартості Kernel Holding S.A ринковим методом	61
Висновки до розділу 2	71
3. Структурно-функціональне моделювання процесу управління вартістю підприємства	72
3.1. Побудова структурно-функціональної моделі AS – IS процесу управління вартістю підприємства	72
3.2. Побудова структурно-функціональної моделі TO – BE процесу управління вартістю підприємства	78
Висновки до розділу 3	84
4. Розробка напрямків підвищення ефективності управління вартістю підприємств харчової галузі (на прикладі Kernel Holding S.A)	85
4.1. Рекомендації щодо удосконалення оцінювання вартості підприємства з використанням доходного підходу	85
4.2. Визначення детермінант зростання вартості Kernel Holding S.A.	98
4.3. Розробка системи стратегічних цілей та побудова стратегічної карти управління ринковою вартістю Kernel Holding S.A.	108
Висновки до розділу 4	121
Висновки	123
Перелік використаної літератури	126
Додатки	136

ВСТУП

У ринкових умовах підприємство є центром інтересів різних груп зацікавлених осіб, до яких можна віднести інвесторів, замовників, постачальників, працівників, державні органи влади, суспільство. Сталий розвиток підприємства потребує використання в процесах прийняття рішень узагальнюючих або результируючих показників, важливе місце серед яких займає вартість підприємства.

В сучасних умовах управління вартість підприємства є основним параметром, що характеризує економічний потенціал суб'єкта господарювання, а динаміка зміни вартості є важливим показником якості управління. На основі розрахованої величини вартості приймаються стратегічні фінансові рішення, що стосуються фінансової, інвестиційної та дивідендної політики підприємства. В зв'язку з цим одним з важливих завдань фінансового менеджменту є удосконалення підходів до управління ринковою вартістю підприємства на основі синтезу досягнень фінансової теорії та досвіду фінансового управління, що підкреслює актуальність теми даного дослідження.

Дослідженню проблеми управління вартістю суб'єктів господарювання приділяється значна увага в наукових працях та дослідженнях багатьох зарубіжних і вітчизняних учених-економістів – таких, як В.М. Бутиріна [9], С.В. Валдайцев [11], Н.М. Внукова [12], О.І. Давидов [18], Ю.М. Дерев'янку [19], І.В. Івашковська [28], Є. Є. Іонін [32], І. В. Колос [38], Т. С. Коупленд [42], О.А. Лаговська [46], О. С. Новікова [65],], В.Е. Хаустова [91] та ін. Проте деякі важливі питання при цьому залишилися нерозглянутими повною мірою, а саме: аспекти практичного застосування підходів і методів в управлінні вартістю суб'єктів господарювання; використання економіко-математичних методів та моделей для оцінки розрахунково-компонентної вартості бізнесу; визначення детермінантів зростання вартості та ін. Зазначені проблемні питання обумовили вибір теми, основну мету та зміст завдань, актуальність і доцільність проведення досліджень у даному напрямку.

Об'єктом дослідження є процес управління ринковою вартістю підприємства.

Предметом дослідження є теоретичні, методичні, практичні підходи, методи та інструменти управління вартістю суб'єкта господарювання.

Метою роботи є узагальнення та розвиток теоретичних підходів й розроблення практичних рекомендацій щодо удосконалення управління вартістю суб'єкта господарювання в сучасних умовах.

Для реалізації сформульованої мети дослідження в роботі поставлено ряд завдань теоретичного та практичного спрямування:

- узагальнити економічну сутність та зміст управління вартістю суб'єкта господарювання;

- охарактеризувати механізм управління вартістю суб'єктів господарювання;

- узагальнити методичні підходи до управління вартістю суб'єкта господарювання;

- провести аналіз стану харчової промисловості України;

- провести діагностику підприємств галузі методом кластерного аналізу;

- провести оцінку вартості підприємства харчової галузі ринковим методом;

- розробити структурно – функціональні моделі (AS – IS та TO – BE) процесу управління ринковою вартістю підприємства;

- розробити рекомендації щодо удосконалення оцінки вартості підприємства на основі доходного підходу;

- визначити детермінанти зростання вартості підприємства та розрахувати чутливість ринкової вартості до встановлених детермінантів;

- розробити систему стратегічних цілей підприємства з використанням концепції збалансованої системи показників.

У роботі використовувалися такі методи теоретичного та емпіричного дослідження:

- аналіз, індукція, дедукція, контент-аналіз – для визначення поняття «управління вартістю підприємства»;

- синтез, класифікація, аналіз – для узагальнення підходів до оцінки вартості підприємства;

- метод кластерного аналізу – для діагностики підприємств харчової галузі та формування однорідних груп підприємств;

- методи вертикального, горизонтального та коефіцієнтного аналізу – для розрахунку показників та оцінки фінансового стану суб'єктів

господарювання харчової галузі;

дохідний та порівняльний методи – для оцінки справедливої ринкової вартості суб'єкта господарювання;

метод структурно-функціонального моделювання – для побудови структурно-функціональної моделі процесу управління вартістю;

економіко-математичного моделювання – для побудови таблиць чутливості;

концепція збалансованої системи показників – для побудови системи стратегічних цілей та формування стратегічної карти для підприємства харчової галузі.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативні документи, праці українських та зарубіжних вчених, матеріали періодичних видань та науково-практичних конференцій, дані ресурсів мережі Інтернет, статистичні дані, фінансова звітність холдингової групи Kernel Holding S.A. та інших підприємств харчової галузі України.

Обробка кількісної інформації, яка отримана в перебігу дослідження, здійснювалася за допомогою персонального комп'ютера з використанням пакету Microsoft Office 2016: Word, Excel, Visio, Power Point та програмного забезпечення Ramus Educational.

Результати досліджень оприлюднено:

тези доповіді на Студентській науково – практичній конференції «Фінанси очима студентів» за темою «Економічний зміст категорії «управління вартістю підприємства» (28-29 листопада 2018 р., ХНЕУ імені С. Кузнеця, м. Харків);

статті «Діагностування розвитку кризових явищ на підприємстві» («Молодіжний економічний вісник ХНЕУ імені С. Кузнеця», № 11, 2017 р.) та «Оцінка вартості підприємства харчової галузі України методом дисконтування грошових потоків» («Молодіжний економічний вісник ХНЕУ імені С. Кузнеця», 2018 р.)

Практичне значення результатів дослідження полягає в можливості та доцільності їх використання в практичній діяльності Kernel Holding S.A. та інших підприємств харчової галузі з метою покращення якості прийняття управлінських рішень щодо підвищення вартості підприємства, що в свою чергу, призведе до покращення фінансового стану суб'єктів господарювання.

1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

1.1. Економічна сутність управління вартістю суб'єкта господарювання

Розвиток підприємства як складної динамічної системи потребує використання в процесах прийняття рішень узагальнюючих або результируючих показників, важливе місце серед яких займає вартість підприємства. В сучасних умовах управління вартість підприємства є основним параметром, що характеризує економічний потенціал суб'єкта господарювання, а динаміка зміни вартості є важливим показником якості управління. Вхідження вітчизняних підприємств до світової економічної системи в якості рівноправних учасників вимагає прийняття рішень з використанням новітніх методів управління їх вартістю.

Вартість підприємства є комплексним критерієм оцінки його стану у порівнянні з такими обліково-аналітичними показниками як виручка, прибуток, рентабельність діяльності та ін. Показник вартості підприємства охоплює перераховані показники, а також, залежно від методу обчислення, враховує значний перелік інших факторів, серед яких рівень розвитку зовнішнього середовища підприємства, асиметрія дохідності на ринках капіталу, альтернативні можливості вкладення капіталу.

Показник вартості підприємства на сьогодні відіграє визначальну роль в управлінні, оскільки, з одного боку, він є комплексною характеристикою стану діяльності, що адекватно відображає його фінансові параметри, економічну ефективність та очікувані перспективи розвитку, виступає орієнтиром, з яким власники та управлінський персонал узгоджують свої рішення. З іншого боку, це основний показник, який дозволяє реалізувати інтереси всіх зацікавлених в результатах діяльності підприємства осіб. Підтримка показника вартості підприємства на належному рівні, забезпечення його збереження та зростання створюють передумови для сталого розвитку бізнесу.

Показник вартості підприємства застосовується в практичній діяльності у випадках:

розрахунку ціни, за якою можна придбати підприємство або за якою відбудуватиметься злиття з іншим підприємством;

розрахунку пропорцій обміну акцій під час об'єднання підприємств;
встановлення найбільш ефективного способу збільшення обсягу залученого капіталу;

розрахунку межі вартості акцій нової емісії;

прийняття рішення про ліквідацію підприємства, тощо.

Вартість підприємства є важливим узагальнюючим показником, який дозволяє комплексно оцінити рівень розвитку підприємства у складному конкурентному середовищі та відображає ступінь досягнутих економічних, технічних, технологічних, організаційних, фінансових, соціальних та інших переваг. Система показників вартості дозволяє визначити якість та ефективність управління в частині регулювання впливу генеруючих та руйнуючих факторів вартості, дає можливість визначити потенційну здатність активів підприємства забезпечувати високий рівень приросту вкладеного інвестиційного капіталу. Різні концепції сутності підприємства обумовлюють існування різних концепцій вартості підприємства. Так, вартість підприємства може розглядатися як сукупна вартість активів чи власного капіталу підприємства, як вартість накопиченого досвіду, вартість створеного прибутку підприємства.

Аналіз підходів до визначення поняття «вартість підприємства» дозволив встановити, що існує значна кількість визначень даного поняття. Існування численних варіантів поняття «вартість підприємства», а також авторських підходів до його визначення пов'язані з тим, що оцінка вартості підприємства не є історично встановленою категорією, змінюються підходи до її сутності та з'являються нові методи її розрахунку, що дозволяє розглядати її з нових сторін. Отже вартість підприємства можна визначити як об'єктивну величину, яка встановлюється у відповідний час і в певному просторі, що показує фактичний чи потенціальний приріст потоків економічних вигод, достатніх для задоволення очікувань власників вкладеного капіталу та відображає реальне фінансове становище підприємства.

Проаналізувавши наукові праці економістів, що займаються проблемами управління вартістю підприємства, було виділено підходи до визначення поняття «вартість підприємства», які зазначені в табл. 1.1.

Підходи до тлумачення поняття «вартість підприємства»

Підхід	Автор	Визначення
Вартість цілісного майнового комплексу	В. А. Щербаков [96]	Вартість єдиного майнового комплексу
	І. Й. Яремко [99]	Сума вартостей елементів, які утворюють підприємство
	В. І. Захарченко, Н. Н. Меркулов [24]	Вартість усього майнового комплексу підприємства, що функціонує, включаючи нематеріальні активи
Рівноважна ціна	І. В. Тополя [88]	Рівноважна ціна, за якою може здійснитися операція з купівлі-продажу компанії
	Н. М. Якупова [99]	Об'єктивна величина, яка визначає кількість всезагального еквіваленту, за яку підприємство може переходити від одного володаря (власника) до іншого
	І. Є. Єремєєва [22]	Рівноважна ринкова ціна, за якою здійснюються операції на ринку
Критерій ефективності діяльності підприємства	А. О. Шишкін [95]	Об'єктивна величина, що визначає здатність підприємства задовольняти потреби власника в довгостроковій перспективі через процес його використання відповідно до стратегії, що реалізовується
	А. О. Халдін [92]	Найважливіша комплексна характеристика компанії, що адекватно відображає її фінансове становище, економічну ефективність і очікувані перспективи діяльності
	Д. Н. Іванченко [27]	Універсальний критерій ефективності, що об'єднує в собі усю сукупність досягнень компанії і що забезпечує безперервний контроль за виконанням стратегічних і оперативних задач її розвитку
	Е. Т. Кулієва [44]	Інтегрований показник операційної, інвестиційної, фінансової діяльності
Вартість очікуваних грошових потоків	Н. М. Смирнова [83]	Інвестиційна чи внутрішня оцінка майбутніх грошових вигод власників основного капіталу компанії
	М. Мединцева [52]	Здатність компанії приносити її власникам стабільні позитивні грошові потоки, дисконтовані за ставкою дохідності, що враховують фінансові ризики
Еквівалент економічної цінності	Т. О. Яковлева [97]	Грошовий еквівалент цінності, рівень якої визначається не лише забезпеченістю ресурсами, але і ефективністю їх використання, ступенем інноваційності діяльності і її схильності ризиків

Відсутність єдності підходів до розуміння економіко-теоретичної сутності категорії «вартість підприємства» породжує різночитання змісту цього поняття.

Дослідження сутності кожного з вищенаведених підходів дозволяє побудувати їх класифікацію, що є основою формування власного бачення поняття вартості підприємства та розробки пропозицій з удосконалення системи бухгалтерського обліку в межах концепції управління вартістю підприємства.

Вартість підприємства як вартість майнового комплексу або сума вартостей усіх активів (елементів) підприємства. Відповідно, цей підхід можна називати «майновим» або «балансовим», оскільки інформаційну основу для визначення вартості становить баланс підприємства. В той же час, проведені за цим напрямом дослідження підтверджують неможливість визнання даних балансу підприємства вичерпними та повними щодо інформації про вартість усіх активів, зокрема, невідчутних

Вартість підприємства як рівноважна ціна. Як вже зазначалося вище, не слід ототожнювати такі поняття як «вартість підприємства» і «ціна підприємства». Поняття «ціни підприємства» використовується у випадках купівлі-продажу підприємств, при цьому поняття «вартості підприємства» має більш широке змістовне наповнення. Також не слід заперечувати вплив вартості підприємства на його ціну. В залежності від особливих інтересів покупця і продавця, ціна підприємства може відхилятися від вартості підприємства..

Вартість підприємства як показник (критерій, параметр, величина) ефективності діяльності підприємства. Підґрунтям оцінки вартості підприємства є величина, що відображає ефективність його функціонування в цілому та окремих його підсистем (за показниками прибутковості різних видів діяльності підприємства), в розрізі очікуваних перспектив (прогнозних параметрів), а також в розрізах показників багатства акціонерів та досягнення стратегічних цілей). При цьому, обмеження тільки ефективністю діяльності підприємства є недопустимим в межах функціонування підприємства як відкритої системи, що обмінюється з іншими системами різними ресурсами (матеріальними, нематеріальними, інформаційними, людськими). Пропонуємо називати цей підхід до визначення вартості підприємства «комплексним підходом за ефективністю».

Вартість підприємства як складна система взаємовідносин підприємства із зовнішнім середовищем. Вартість підприємства в умовах сьогодення – це величина, що напряду залежить від зовнішнього середовища та від впливу непередбачених змін, що відбуваються в ньому (наприклад, зміна системи оподаткування, законодавчі реформи, поява нових інституцій, тощо). Виявлення основних причин залучення інвестицій або додаткового капіталу для зростання або максимізації вартості підприємства, на нашу думку, не може розкривати зміст вартості підприємства. Це тільки одна із характеристик, що притаманна досліджуваному поняттю, однак вона не дозволяє повністю розкрити його сутність.

Вартість підприємства як вартість (оцінка) очікуваних грошових потоків. Наслідуючи традиції у розмежуванні підходів в оціночній діяльності, цей підхід є дохідним, оскільки визначає вартість підприємства через його здатність приносити економічні вигоди (доходи) в майбутньому. Він становить альтернативу адитивному підходу та враховує здатність підприємства приносити дохід його власнику чи інвестору, що безпосередньо залежить як від внутрішніх чинників (майнового стану), так і від зовнішніх (рівень інфляції, ризикованість вкладень, використання методів оцінки).

Вартість підприємства як грошовий вимір (еквівалент) економічної цінності підприємства. Цей підхід подібний до комплексного підходу за ефективністю, що передбачає визначення вартості підприємства шляхом встановлення ефективності його функціонування, оскільки цінність має здатність проявлятися через показники ефектів (економічних, соціальних). Також цей підхід може бути порівняний з ціновим, оскільки ціна – це грошове вираження цінності підприємства. При цьому цінність можна інтерпретувати з різних точок зору, внаслідок чого для власника і потенційного покупця цінність підприємства буде різною.

Від визначення поняття «вартість підприємства» перейдемо до класифікації видів вартості підприємства, за тими класифікаційними ознаками, що пропонує у своїй роботі видів вартості М.В. Корягін [41].

Серед запропонованих класифікаційних ознак вартості підприємства виділено такі ознаки: за суб'єктами, для яких здійснюється оцінка вартості підприємства; за методом оцінки; за економіко-теоретичним змістом вартості, залежно від перспектив діяльності підприємства.

У табл. 1.2 запропонована класифікація видів вартості підприємства.

Класифікація видів вартості підприємства

Критерій класифікації	Вид вартості	Характеристика
За економіко-теоретичним змістом вартості	Мінова (вартість підприємства в обміні)	Вартість підприємства, за якою підприємство може бути реалізоване в умовах відкритого ринку
	Споживча (вартість підприємства в користуванні)	Вартість підприємства, за якою оцінюється підприємство за умови, що воно не продається в умовах відкритого ринку.
За суб'єктами, що здійснюють оцінку вартості підприємства	Вартість підприємства для власників	Вартість підприємства, розрахована для конкретних цілей власників підприємства
	Управлінська вартість підприємства	Вартість підприємства, розрахована на вимогу управлінців підприємства для встановлення впливу результатів управління на зміни вартості підприємства
	Заставна вартість підприємства	Вартість підприємства, яка демонструє верхню межу розміру суми, яку можна отримати від продажу підприємства для задоволення вимог перед кредиторами на певну дату оцінки
	Інвестиційна вартість підприємства	Обґрунтована вартість підприємства для конкретного інвестора відповідно до його цілей
	Страхова вартість підприємства	Обґрунтована вартість підприємства, яка в разі настання страхового випадку буде братися за основу для страхових виплат відповідно до укладеного договору
	Ринкова (фондова) вартість	Вартість підприємства, що дорівнює найбільш ймовірнісній сумі коштів, за яку підприємство може бути відчужене на ринку за умови володіння повним обсягом необхідної інформації сторонами
Залежно від перспектив діяльності підприємства	Вартість діючого підприємства	Вартість підприємства за умови, що воно продовжує функціонувати на перспективу
	Ліквідаційна вартість підприємства	Вартість майна (активів) підприємства, яку власник може отримати у випадку продажу майна підприємства за вирахуванням зобов'язань підприємства і понесених витрат на цей продаж
За методом оцінки	Витратна вартість підприємства	Вартість підприємства, оцінена на основі використання витратних методів оцінки
	Доходна вартість підприємства	Вартість підприємства, оцінена на основі використання доходних методів оцінки
	Ринкова вартість підприємства	Вартість підприємства, оцінена на основі використання ринкових методів оцінки

Запропонована класифікація видів вартості підприємства сформована з метою виділення тих класифікаційних ознак, що безпосередньо мають вплив на формування стратегії управління вартістю суб'єкта господарювання.

Виділені автором класифікаційні ознаки не є вичерпними, автором узагальнено класифікаційний розподіл провідних науковців, який матиме вплив на хід дослідження у майбутніх розділах роботи.

У сучасних умовах функціонування суб'єктів господарювання важливим питанням є розуміння сутності та змісту управління їх вартістю. Аналіз підходів до тлумачення поняття «управління вартістю підприємства», які наведено в табл. 1.3, свідчить, що дана дефініція інтерпретується різними науковцями неоднозначно.

Так, для деяких авторів основним змістом управління вартістю підприємства є регулювання інтересів акціонерів і менеджерів підприємства (А.С. Тонких, А.В. Іонов, І.Є. Єремєєва), інші – передбачають розгляд процесу управління вартістю як певної управлінської концепції, що має чітко визначені параметри та механізм її реалізації в практичній діяльності підприємств (І.Й. Плікус, А.Г. Мнацаканян, А.Г. Харін).

Модельний підхід до визначення змісту «управління вартістю суб'єктом господарювання» ґрунтується на розробці відповідних моделей управління вартістю, які дозволяють здійснювати моніторинг очікувань різноманітних економічних агентів, здійснювати управління «ринковим шумом», оцінювати внесок кожного із факторів генерування вартості у формування кінцевого показника вартості підприємства (Т. Коупленд, І.В. Нікітушкіна).

В основу стратегічного підходу покладена концепція стратегічного управління підприємством, яка передбачає, що всі рівні та елементи управління вартістю орієнтовані на стратегічний приріст вартості підприємства (А.В. Ковальов, А.Я. Аркатов, Н.М. Якупова).

Комплексний підхід до визначення змісту «управління вартістю суб'єктом господарювання» передбачає формування бізнес-моделі підприємства, виявлення всіх можливих факторів, які здійснюють вплив на формування і зміну вартості підприємства та проведення її розрахунку, розробку системи показників ефективності функціонування працівників підприємства, моніторинг бізнес-моделі підприємства (А.В. Фрезе, Е.С. Райкін).

Розвиток концепції управління вартістю підприємства та її інформаційного забезпечення вимагає уточнення змісту базових понять і категорій. Існуючі підходи до розуміння сутності поняття «управління вартістю підприємства» та інших суміжних понять можна об'єднати у наступні групи (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Підходи до визначення змісту управління вартістю підприємства

Підхід	Характеристика	Представники
1	2	3
Баланс інтересів	Передбачає розгляд процесу управління вартістю підприємства через регулювання інтересів акціонерів і менеджерів підприємства	А.С. Тонких [87], А.В. Іонов [27], І.Є. Єремєєва [22]
Інвестиційний	Базується на розгляді вартості підприємства з позиції його власників як інвестиції, внаслідок чого процес управління підприємством не виключає управління ним як цілісним майновим комплексом	О.Г. Мендрул [54]
Інноваційний	Базується на розгляді управління вартістю як аналітичної інновації, що є певною послідовністю впровадження нових критеріїв оцінки результатів функціонування будь-якого підприємства.	І.В. Івашковська [28]
Інституційний	Передбачає використання в якості базисної теоретичної основи інституційної економічної теорії, що розкриває процес управління вартістю через систему показників оцінки вартості, які характеризують зовнішнє інституційне середовище та координацію у внутрішньому середовищі	Т.О. Єрофєєва [23]
Комплексний	Передбачає формування бізнес-моделі підприємства, виявлення всіх можливих факторів, які здійснюють вплив на формування і зміну вартості підприємства, вибір підходу і методу оцінки вартості підприємства та проведення її розрахунку, розробку системи показників ефективності функціонування працівників підприємства, моніторинг бізнес-моделі підприємства	А.В. Фрезе, Е.С. Райкін [81]
Концептуальний	Передбачає розгляд процесу управління вартістю як певної управлінської концепції, що має чітко визначені параметри та механізм її реалізації в практичній діяльності	І.Й. Плікус, А.Г. Мнацаканян, А.Г. Харін [41]
Модельний	Ґрунтується на розробці відповідних моделей управління вартістю, які дозволяють здійснювати моніторинг очікувань різноманітних економічних агентів, здійснювати управління «ринковим шумом», оцінювати внесок кожного із факторів генерування вартості у формування кінцевого показника вартості підприємства	Т. Коупленд [42], І.В. Нікітушкіна [64]

1	2	3
Системний	Базується на припущенні, що процес управління вартістю підприємства є системою, у складі якої виділяються різноманітні підсистеми, для управління якими використовується власний методологічний інструментарій	Н.В. Клевцова, Н.С. Ключарьова [32]
Стратегічний	В основу підходу покладена концепція стратегічного управління підприємством, яка передбачає, що всі рівні та елементи управління вартістю орієнтовані на стратегічний приріст вартості підприємства. Застосування підходу Застосування підходу передбачає необхідність кардинального перегляду управлінського інструментарію, який використовується для реалізації стратегічних цілей підприємства	А.Я. Аркатов, Н.М. Якупова [1], [98]
Фінансовий	Процес управління вартістю ґрунтується на використанні сучасних фінансових інструментів та технологій, які дозволяють забезпечити зростання вартості в довгостроковому і короткостроковому періодах	А.П. Кульгускін, Е.Т. Кулієва [44]
Циклічний	Передбачає розгляд процесу управління вартістю з позиції виділення етапів життєвого циклу підприємства	С.А. Казанцева [33]

У свою чергу фінансовий підхід до визначення змісту «управління вартістю суб'єктом господарювання» ґрунтується управління вартістю ґрунтується на використанні сучасних фінансових інструментів та технологій, які дозволяють забезпечити зростання вартості в довгостроковому і короткостроковому періодах (А. П. Кульгускін, Е. Т. Кулієва).

Як свідчать дані табл. 1.3, різні автори визначають по різному зміст управління вартістю, проте у будь-якому випадку метою впровадження концепції є збільшення вартості підприємства, створення додаткової цінності.

Виходячи з вищевказаного аналізу визначень терміну «вартості» а також аналізу підходів до визначення змісту «управління вартістю суб'єкта господарювання» автором було сформовано поняття, що на його думку найбільш повно розкриває сутність даної категорії: Управління вартістю підприємства – це система методів впливу на внутрішні фактори підприємства і опосередковано на фактори зовнішнього середовища з метою

забезпечення його динамічного розвитку, підвищення стійкості у зовнішньому середовищі, інвестиційної привабливості за допомогою досягнення зростання його вартості. Значення управління вартістю підприємства полягає у підвищенні інвестиційної привабливості на основі прийняття обґрунтованих управлінських рішень [5].

Управління вартістю сприяє: безперервній максимізації вартості промислових підприємств України і демонстрації потенціалу зростання як джерела цінності; орієнтації на прийняття рішень на всіх рівнях – від стратегічного до управлінського; розвитку у працівників вартісного мислення, що ґрунтується на ключових факторах вартості; обґрунтованому прийняттю інвестиційних рішень, розумінню очікувань інвесторів; покращенню двостороннього обміну інформацією, посиленого шляхом обговорення підсумків, системами заохочення на основі вартості, вимірюваними факторами вартості.

1.2. Механізм управління вартістю суб'єктів господарювання

В епоху ринкової економіки виникла необхідність в оцінці вартості бізнесу в зв'язку з тим, що з'явилася можливість вкладати свої кошти в бізнес, купити і продати його. Бізнес став товаром та об'єктом оцінки, а незалежна оцінка вартості бізнесу при цьому є важливим інструментом управління. Підвищення вартості підприємства – один з показників зростання доходів його власників. Періодичне визначення вартості бізнесу можна використовувати для оцінки ефективності управління підприємством

Система управління вартістю підприємства включає розроблення рекомендацій щодо збільшення вартості підприємства. Для максимізації вартості підприємства необхідно впроваджувати низку заходів, спрямованих на досягнення визначеної мети та цілей. З метою подальшого застосування приведених далі концепцій управління вартістю необхідно привести узагальнений механізм управління вартістю суб'єкта господарювання, запропонований у роботі Корягіна М. В.

Механізм управління вартістю підприємства - динамічна система гармонійної взаємодії принципів, функцій та факторів формування вартості

підприємства, а також технологій (методів і моделей) її оцінки з урахуванням інтересів зацікавлених сторін. Виокремлюють наступні складові механізму управління вартістю підприємства: мета, цілі, завдання, функції, суб'єкти, об'єкти та принципи. Названі складові зазначені та розкриті на рис. 1.1.

Цілі є невід'ємним елементом системи управління вартістю на підприємстві. До виробничих цілей управління вартістю підприємства можна віднести збільшення обсягів реалізації продукції, зростання прибутковості та рентабельності; до фінансово-інвестиційних – оптимізація структури капіталу, зростання ліквідності та платоспроможності, покращення фінансової стійкості підприємства; до інноваційних – впровадження нових сучасних технологій виробництва; до організаційних – створення організаційної структури, адаптованої до умов зовнішнього середовища; до маркетингових – утримання основної частини ринку, випуск нових видів продукції, тощо.

Для досягнення цілей управління вартістю має сприяти виконання таких функцій: планування, організування і координування діяльності усіх підрозділів; налагодження чи створення інформаційно-аналітичної системи для обміну інформацією щодо прийняття управлінських рішень, своєчасного звітування та інформування про темпи досягнення цілей підприємства; обліку, оцінювання, контролювання діяльності; своєчасне виявлення відхилень [39].

Завдання вартісно-орієнтованого управління (надалі VBM) являють собою сукупність цілей, які спрямовано на максимізацію вартості підприємства у довгостроковому аспекті. Тобто основне завдання VBM – побудувати таку систему управління, яка дозволяла б досягати поставленої мети – максимізації вартості компанії.

В основі VBM лежать припущення про те, що для досягнення мети максимізації вартості, необхідно зрозуміти, що веде до досягнення мети (чим необхідно управляти, тобто розробити стратегію управління);

навчитися вимірювати і результат, і фактори, які ведуть до цього результату;

"прищепити" менеджерам вартісне мислення – розуміння того, що всі дії повинні бути спрямовані на зростання вартості компанії;

залучити всіх співробітників, а не тільки керівництво для досягнення загальної мети (створити організаційні структури, що забезпечують реалізацію управлінських рішень щодо максимізації вартості підприємства).

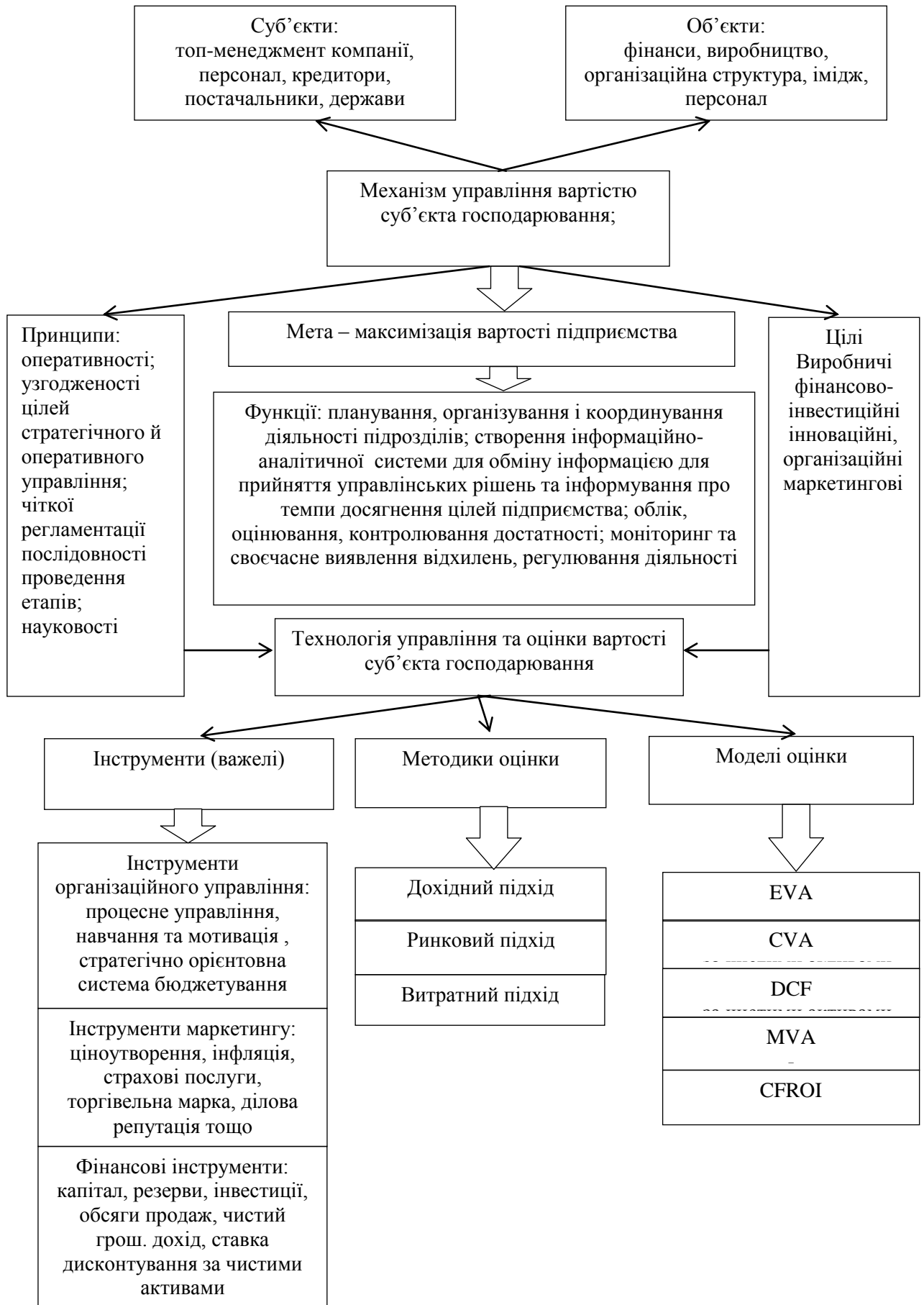


Рис 1.1. Складові елементи механізму управління вартістю підприємства

Основними об'єктами управління вартістю підприємства є продукти, послуги, фінанси, імідж, конкурентоспроможність, робоча сила, інноваційний потенціал підприємства тощо.

Суб'єктами вартісно-орієнтованого управління є особи, що приймають рішення і здатні впливати на процес формування вартості підприємства. До основних суб'єктів відносять акціонерів та працівників.

Процес управління підприємством має бути направлений на те, щоб всі складові організації разом працювали над спільним завданням. Тому при розробці системи управління вартістю необхідно керуватися певними принципами, що описують як загальні засади управління вартістю, так і відношення менеджменту з іншим керівництвом процесі прийняття рішень.

До таких принципів відносимо наступні твердження:

вчасне виявлення та врахування інтересів усіх зацікавлених осіб, а в першу чергу – працівників та власників;

достовірність фінансової звітності підприємства та розкриття іншої (неконфіденційної) інформації на запит зацікавлених осіб;

спостереження за тим, щоб зароблені кошти на інвестованому капіталі перевищували альтернативні витрати залучення капіталу на максимально можливу величину;

вибір стратегій розвитку, які максимізують приведену вартість очікуваних грошових потоків;

ринкова ціна акцій дорівнює їх справжній вартості, яка визначається ринковими очікуваннями майбутніх результатів компанії, але ринкові очікування можуть не співпадати з об'єктивними прогнозами (дохідність для власників більше залежить від зміни очікувань, ніж від фактичних результатів діяльності компанії).

Під інструментами механізму управління вартістю підприємства, як правило, прийнято розуміти способи впливу на фактори вартості, що призводять до її зростання.

Зокрема, до них можна віднести: інструменти організаційного управління; інструменти маркетингу: інформація, страхові послуги, торгівельна марка, ділова репутація тощо; фінансові інструменти: капітал, резерви, інвестиції, обсяги продаж, чистий грошовий дохід, ставка дисконтування тощо.

Звичайно, традиційний набір інструментів управління вартістю в межах

кожного підприємства доповнюється специфічними засобами та пріоритетами, відповідно до його фінансово-економічного стану та цілей розвитку.

Динаміка розвитку зовнішнього і внутрішнього середовища бізнесу обумовлює трансформацію чинників, які впливають на вартість підприємства. При цьому зовнішні чинники є некерованими і впливають на формування очікувань контрагентів на ринку, а також на внутрішні чинники, змінюючи їх кількісне вираження. У зв'язку з цим оптимальна модель управління підприємством залежить від вибору ключових внутрішніх чинників і кількісних індикаторів, що відображають цільові установки.

Система управління вартістю підприємства повинна передбачати елементи, які відповідають за управління змінами зовнішніх і внутрішніх чинників і аналізують їх вплив на отримані результати [27].

Принцип збалансованості результатів. Взаємозв'язок чинників вартісно-орієнтованого управління визначає необхідність їх збалансування і побудову управління вартістю підприємства як єдиної системи [35];

Принцип динамічного різноманіття структури капіталу. Процес вартісно-орієнтованого управління підприємства має безперервний характер і повинен бути спрямований на досягнення стратегічних цілей фінансового управління компанією за допомогою зміни комбінації капіталу за джерелами і обсягами фінансування, яка динамічна і з часом трансформується під впливом появи у економічних суб'єктів нових інвестиційних потреб [37];

Принцип урахування очікувань контрагентів економічного простору. Невизначеність є функцією кількості і якості інформації, яку має у своєму розпорядженні підприємство з приводу конкретного чинника.

Посилення процесів глобалізації економіки наводить до тісного взаємозв'язку зовнішніх чинників із внутрішніми, що формують вартість підприємства, причому найбільш складними для аналізу є зовнішні унаслідок важкості визначення їх кількісного вираження. Проте успішна реалізація вартісного підходу можлива лише за умови, що очікування інвесторів, власників, клієнтів, постачальників, кредиторів підприємства, тобто всіх суб'єктів її фінансових взаємовідносин, будуть позитивними.

Важливу роль в управлінні вартістю має глибоке розуміння того, які саме параметри діяльності фактично визначають вартість бізнесу. Вони називаються ключовими чинниками вартості. Знати їх важливо з двох

причин. По-перше, підприємство не може працювати безпосередньо з вартістю. Воно змушене займатися тим, на що здатне впливати, – наприклад, задоволенням запитів споживачів, собівартістю, капітальними вкладеннями тощо. По-друге, саме ці чинники вартості допомагають топ-менеджерам зрозуміти, що відбувається на усіх інших рівнях підприємства, і донести до них свої плани і наміри.

При розгляді цього поняття слід враховувати і українську специфіку, зокрема нерозвиненість ринку цінних паперів в країні, широке представлення об'єктів оцінки переважно компаніями непублічного характеру, здійснення управлінських функцій переважно власниками капіталу та ін.

Поняття "ефективність управління" характеризує співвідношення результату (ефекту) діяльності з наміченими цілями. Крім того, ефективність управління відображає також результат з погляду оптимальності управління матеріальними, фінансовими, трудовими та іншими видами ресурсів. Проте аналіз сучасних концептуальних підходів до управління підприємством дає змогу зробити висновок про зміщення акцентів з управління ресурсами на управління вартістю підприємства з орієнтацією на ринок. У зв'язку з цим, у результатах діяльності підприємства знаходить своє відображення маркетингова складова, тоді як у цілях враховуються інтереси широкого кола зацікавлених осіб у поточному і перспективному періодах.

Основними елементами концепції побудови визначеного механізму є:
 змістовне визначення сутності вартісно-орієнтованого управління;
 обґрунтування мети, цілей, завдань та функцій управління вартістю;
 уточнення суб'єктів (учасники) та об'єктів VBM;
 розробка системи базових принципів вартісно-орієнтованого управління;

диференціація технологій оцінки вартості підприємств (методів та моделей) з використанням системи збалансованих показників;

виокремлення чинників формування вартості з метою з'ясування їх підпорядкованості, спрямованості дії та впливу на вартість;

оцінка ефективності системи управління вартістю підприємства.

Для досягнення мети VBM має сприяти виконанню таких функцій: планування, організування і координування діяльності усіх підрозділів; налагодження чи створення інформаційно-аналітичної системи для обміну інформацією для прийняття управлінських рішень, своєчасного звітування та

інформування про темпи досягнення цілей підприємства; обліку, оцінювання, контролювання діяльності; моніторинг та своєчасне виявлення відхилень, регулювання діяльності.

На підставі узагальнень сучасних досліджень у сфері управління, які відображають предметно-об'єктивний характер наукового пізнання VBM, основні об'єкти даної концепції визначаються сферою управлінського впливу, який спрямовано на зростання їх вартості у внутрішньому та зовнішньому середовищі.

Слід відзначити, що відповідно до загальних принципів управління, цілеспрямована дія здійснюється на об'єкти, які створюють сукупний факторний простір формування вартості підприємства. Такими об'єктами є продукти/послуги, людський, клієнтський, процесний та інноваційний капітали підприємства тощо.

Ключове значення в системі VBM має оцінка створеної вартості на всіх рівнях підприємства. Оцінювання вартості підприємства проводиться із застосуванням методів оцінювання, що є складовими методичних підходів до визначення вартості підприємства. Підходи і методи, використані оцінювачем, визначаються в залежності як від особливостей процесу оцінки, так і від економічних особливостей оцінюваного об'єкту, а також від цілей і принципів оцінки. В основному у фаховій літературі виділяють три підходи до оцінки вартості підприємств: доходний, витратний та ринковий.

Отже, кількість елементів, що складають систему управління вартості компанії, є дуже великою, тому детальний опис їх самих, а також всіх їхніх зв'язків є ускладненим. Необхідно систематизувати окремі елементи та на основі цього сформувати обмежену кількість функціональних та цільових підсистем, які забезпечують ефективність отримання вартісних характеристик компанії в цілому.

Таким чином, вирішення наукового завдання побудови "механізму управління вартістю підприємства" забезпечує розроблення системи, інструментом якої є системний підхід до дослідження компонент і процесів управління вартістю, комплексного обґрунтування управлінських рішень щодо вирішення завдання генерування вартості підприємствами при різних станах зовнішнього і внутрішнього середовища.

1.3. Методичні підходи до оцінки вартості підприємства

В умовах нестабільної економічної ситуації в Україні одним з основних індикаторів, що характеризує конкурентоспроможність і рівень розвитку господарюючого суб'єкта, є його вартість. Це обумовлено тим, що вартість оцінюваної компанії інтегровані основні економічні та фінансові показники, що відображають як внутрішні бізнес-процеси, так і сукупний вплив зовнішніх факторів. У свою чергу, оптимальний приріст вартості компанії вказує на ефективність менеджменту, потенціал компанії в цілому, а отже, і її привабливість для потенційних інвесторів.

Основним законодавчим актом, на основі регулювання якого здійснюється процес оцінки майна та майнових прав в Україні, є Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» (далі – ЗУ «Про оцінку майна»), який було прийнято у 2001 році з останніми змінами та доповненнями від 26.11.2015 р. [79].

Однак треба відзначити, що і до прийняття цього Закону в країні були окремі законодавчі підстави для здійснення оцінки. Так, питання оцінки майна, яке приватизувалося, неодноразово згадувалися, зокрема, у наступних Законах: «Про приватизацію майна державних підприємств» – ст. 20; «Про приватизацію невеликих державних підприємств (малу приватизацію)» – ст. 9; «Про особливості приватизації об'єктів незавершеного будівництва» – ст. 9.

Наведені законодавчі документи свого часу стали імпульсом становлення та розвитку професійної оціночної діяльності в Україні. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» визначає ключові правові засади здійснення оцінки майна, майнових прав та професійної оціночної діяльності в Україні, її державного та громадського регулювання, забезпечення створення системи незалежної оцінки майна з метою захисту законних інтересів держави та інших суб'єктів правовідносин у питаннях оцінки (ст. 1). У цьому законі наводиться визначення того, що таке професійна оціночна діяльність, в яких формах вона може здійснюватися; коли виникає необхідність здійснення оцінки майна. Також у Законі наводиться перелік випадків, за яких вартість того чи іншого майна повинна здійснюватися обов'язково; об'єкт оцінки; суб'єкти оціночної

діяльності, їх права та обов'язки, вимоги до суб'єктів та інше.

Згідно із законом [79] (ст. 7), проведення оцінки майна є обов'язковим у випадках, що наведені на рис. 1.2. Обов'язкові підстави проведення оцінки майна в Україні (за Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну діяльність в Україні» [79]).



Рис. 1.2. Обов'язкові випадки проведення оцінки майна в Україні

Наведені на рис. 1.2 дані свідчать що до обов'язкових умов відносяться дев'ять умов, в яких проведення оцінки майна є обов'язковим в Україні. Також власник має право здійснювати оцінку майна за власним бажанням

(проводити добровільну оцінку). Він повинен знати вартість власності, щоб обґрунтувати та відстоювати свою позицію у взаєминах з іншими економічними суб'єктами.

Закон [79] містить певні обмеження на проведення оцінки майна. Так, відповідно до ст. 8 не допускається проведення оцінки майна оцінювачем, який має родинні зв'язки з фізичною особою-замовником або керівниками юридичної особи, яка є замовником оцінки; також не допускається проведення оцінювачем оцінки майна, що належить йому або оцінювачам, що працюють разом з ним. Методичне регулювання оцінки (ст. 9 ЗУ «Про оцінку майна») здійснюється у відповідних нормативно-правових актах з оцінки, якими є:

а) положення (національні стандарти) з оцінки майна, що затверджуються Кабінетом Міністрів України;

б) методики та інші нормативно-правові акти, які розробляються з урахуванням положень (національних стандартів) і затверджуються Кабінетом Міністрів України або Фондом державного майна України [73, с. 7-11].

Варто зробити акцент на тому, що згідно зі статтею 9 Закону України про оцінку розроблення нормативно-правових актів з оцінки майна в Україні здійснюється на засадах міжнародних стандартів оцінки з урахуванням національного законодавства [58].

Порівняльна оцінка методичних підходів щодо визначення та здійснення оцінки вартості бізнесу в Україні та за міжнародними стандартами здійснена у вигляді табл. 1.4 [64].

Варто зазначити, що як у міжнародному, так і в українському законодавстві щодо оцінки підприємство як таке не є об'єктом оцінки. Національний стандарт №3 [63] регламентує проведення оцінки цілісних майнових комплексів (ЦМК). В свою чергу у МСО 200 наводяться рекомендації щодо оцінки бізнесу та інтересів у бізнесі. Також аналіз науково-методичної літератури дав змогу дійти висновку, що вчені досить часто ототожнюють терміни «підприємство», «цілісний майновий комплекс» та «бізнес» для цілей оцінки, що є некоректним.

Взагалі в економічній літературі під бізнесом мається на увазі підприємницька діяльність, яка спрямована на виробництво та реалізацію товарів, робіт, послуг, або інша дозволена законодавством діяльність з метою

одержання прибутку [21]. Цією підприємницькою діяльністю займається суб'єкт господарювання (юридична або фізична особа), якій належить підприємство. У свою чергу, у Господарському кодексі України підприємство розглядається саме як самостійний суб'єкт господарювання, створений компетентним органом державної влади або органом місцевого самоврядування, або іншими суб'єктами для задоволення суспільних та особистих потреб шляхом систематичного здійснення виробничої, науково-дослідної, торговельної, іншої господарської діяльності.

Таблиця 1.4

Порівняльна характеристика українського та міжнародного стандарту
щодо оцінки вартості бізнесу

Ознака порівняння	НС 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів»	МСО 200 Бізнес та інтереси в бізнесі
1	2	3
Визначення	Цілісний майновий комплекс (ЦМК) – об'єкти, сукупність активів яких дає змогу провадити певну господарську діяльність. Цілісними майновими комплексами є підприємства, а також їх структурні підрозділи (цехи, виробництва, дільниці тощо), які можуть бути виділені в установленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу і можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності.	Бізнес – це комерційна, виробнича, інвестиційна діяльність або діяльність у сфері послуг. Вартість бізнесу – загальна вартість власного (акціонерного) капіталу бізнесу плюс вартість його боргу або зобов'язань, що прирівнюються до боргу, за вирахуванням грошових коштів або їх еквівалентів, доступних для покриття цих зобов'язань.
Елементи оцінки бізнесу (цілісного майнового комплексу)	аналіз організаційно-правової форми підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється; ознайомлення та аналіз ринку продукції (товарів, робіт, послуг) цілісного майнового комплексу в обсязі, достатньому для формування уявлення про обсяг та сегментацію такого ринку, поточної частки ринку продукції цілісного майнового комплексу, перспектив діяльності підприємства на відповідному ринку для оцінки коректності припущень, зроблених під час підготовки прогнозу діяльності оцінюваного цілісного майнового комплексу;	рахувати права, привілеї або умови, які є невід'ємними від права власності; приділити значну увагу необхідно тому, на яку інформацію можна покладатися, що має бути перевірено, а також на необхідний ступінь перевірки; історія бізнесу може бути корисна тим, що вона може містити рекомендації щодо майбутніх очікувань; дослідження інформації стосовно економічних тенденцій і тенденцій в економічній галузі

Продовження табл. 1.4

1	2	3
<p>Елементи оцінки бізнесу (цілісного майнового комплексу)</p>	<p>ознайомлення та аналіз ринку сировини і основних матеріалів, що використовуються у діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, у разі коли припущення щодо перспектив розвитку ринку сировини і основних матеріалів є складовою прогнозу діяльності такого майнового комплексу;</p> <p>аналіз правових засад провадження господарської діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, зокрема ліцензування, квотування, застосування механізмів ціноутворення на ринку відповідної продукції (товарів, робіт, послуг), наявність державної підтримки або обмежень, антимонопольні та екологічні вимоги, система оподаткування;</p> <p>аналіз його фінансово-господарської діяльності, майнового та фінансового стану на дату оцінки та за період, що передує цій даті;</p> <p>підготовку обґрунтованого прогнозу діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, за основними показниками виробництва та реалізації продукції, фінансового і майнового стану та прогнозу потреби такого підприємства в інвестиціях з визначенням джерел фінансування.</p>	<p>дослідити вплив політичних прогнозів, державної політики, курси валют, інфляцію, процентні ставки та активність ринку на бізнеси, що функціонують у різних секторах економіки;</p> <p>важливо зрозуміти характер активів та зобов'язань бізнесу і визначити, які елементи необхідні для процесу генерації доходу, а які з них є надлишковими для бізнесу на дату оцінки.</p> <p>визначити невраховані активи або зобов'язання, що не відображені в бухгалтерському балансі. Такі активи можуть включати патенти, товарні знаки, авторські права, бренди, ноу-хау і власні бази даних</p>
<p>Основні методичні підходи до оцінки вартості бізнесу</p>	<p>майновий; дохідний; порівняльний</p>	<p>ринковий; дохідний; за чистими активами</p>

Наведена у табл. 1.4 порівняльна характеристика українського та міжнародного стандарту щодо оцінки вартості бізнесу показала наступне. Щодо терміну «цілісний майновий комплекс» та його співвідношення із терміном «бізнес», то слід зазначити, що у Національному стандарті (НС) № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» дається визначення поняття «бізнесу» як певної господарської діяльності, яка провадиться або планується для

провадження з використанням активів цілісного майнового комплексу [76].

Виходячи з наданого визначення, можна стверджувати, що поняття «бізнес» є ширшим, ніж поняття «цілісний майновий комплекс», оскільки включає в себе як набір активів, так власне процес здійснення господарської діяльності.

Як міжнародними, так і національними стандартами оцінки регламентується використання методичних підходів до оцінки. Так, у п. 56 Зasad МСО зазначено, що: «Для виконання оцінки, що визначена відповідною базою оцінки, можуть бути використані один або декілька підходів до оцінки» [64]. У вітчизняному ж законодавстві акцентується увага на використанні одночасно декількох методів: «Оцінювач застосовує, як правило, кілька методичних підходів, що найбільш повно відповідають визначеним меті оцінки, виду вартості за наявності достовірних інформаційних джерел для її проведення» [67].

Проведений аналіз законодавства щодо методичних підходів до оцінки вартості бізнесу дав змогу визначити, що як у НСО, так і у МСО використовується практично однаковий перелік методичних підходів, проте вони ранжовані за значимістю у різному порядку.

У НСО 3 першим серед основних методичних підходів описано майновий підхід, який застосовується для визначення ринкової вартості цілісного майнового комплексу у разі, коли саме зазначений підхід відбиває типову логіку потенційних покупців, яка ґрунтується на усталеній практиці, зокрема під час оцінки цілісного майнового комплексу, ринкова вартість якого визначається поточною вартістю ймовірного результату ліквідації зазначеного майнового комплексу [63]. Згідно до національного законодавства майновий підхід включає декілька методів: метод накопичення активів, метод поточної вартості ймовірного результату ліквідації цілісного майнового комплексу, інші методи майнового підходу. На відміну від українського законодавства у МСО 200 майновий підхід не пропонуються для оцінки бізнесу, а лише зазначається, що для оцінки інвестиційного або холдингового бізнесу може бути використаний підхід за чистими активами (підхід за активами), що є різновидом методу накопичення активів, який регламентується вітчизняним законодавством.

Наступним методом, який пропонується у національному законодавстві для здійснення оцінки вартості підприємства є доходний підхід. Він

ґрунтується на застосуванні оціночних процедур переведення очікуваних доходів (чистих грошових потоків або дивідендів) у вартість цілісного майнового комплексу та включає два методи: метод дисконтування грошового потоку та метод прямої капіталізації доходу. Згідно до НС 3 основним методом дохідного підходу, що застосовується для проведення оцінки цілісних майнових комплексів, є перший метод і відповідно основна увага у нормативному документі приділена саме йому. У міжнародному стандарті в межах дохідного підходу для оцінки бізнесу пропонують використовувати такі ж методи, як і у вітчизняному, проте не віддається пріоритет, якомусь конкретному з них, а лише надаються загальні рекомендації щодо їх застосування та вказуються особливості, на які слід звернути увагу при здійсненні оцінки.

На думку автора, надання пріоритету у вітчизняному законодавстві саме методу дисконтування грошового потоку зумовлено більшою універсальністю даного методу в реаліях розвитку економіки нашої держави, а саме: можливістю використання для розрахунків нестабільних потоків економічних вигод різних періодів часу. Відповідно використання методу прямої капіталізації доходу вимагає наявності постійних за величиною та рівних у проміжках періоду прогнозування майбутніх потоків економічних вигод, досягнення чого в сучасних реаліях є достатньо складним процесом.

Порівняльний підхід (у міжнародному законодавстві – ринковий підхід) базується на принципі, що вартість може бути виявлена за допомогою аналізу нещодавніх продажів порівнювальних активів. Особливістю даного підходу до оцінки вартості підприємства є орієнтація підсумкової величини вартості, з однієї сторони, на ринкові ціни купівлі-продажу акцій, які належать подібним підприємствам, а з іншої сторони, на фактично досягнуті фінансові результати.

Згідно з МСО 200 бізнес, що оцінюється, зіставляється з подібними бізнесами, інтересами у бізнесі та цінними паперами, які обмінені на ринку, а також відповідними транзакціями з акціями того ж бізнесу, що оцінюється [64]. У свою чергу, у національному стандарті 3 виокремлено два основні методи порівняльного підходу до оцінки цілісних майнових комплексів: метод ринку капіталу та метод ринкових угод.

У табл. 1.5 [102] узагальнено переваги та недоліки різних підходів щодо оцінки вартості бізнесу.

Переваги та недоліки різних підходів до оцінки вартості бізнесу

Підхід	Характеристика	Переваги	Недоліки
1	2	3	4
Доходний	Згідно з даним підходом вартість бізнесу визначається за сумою витрат на його відтворення або заміщення з урахуванням фізичного й морального старіння	враховує майбутні очікування; враховує ринковий аспект через ставку дисконту; враховує економічне застарівання; є універсальним.	трудомісткість прогнозування; результати мають імовірнісний характер; складність отримання інформації для проведення розрахунків; певний суб'єктивізм, який обумовлюється імовірнісною природою передбачуваних прибутків.
Порівняльний	Передбачає порівняння продажів аналогічного бізнесу, виходячи з чого головна умова його застосування - наявність сформованого ринку, що може забезпечити зацікавлені сторони потрібною інформацією	цілком ринковий метод; відображає реальне співвідношення попиту та пропозиції, практику угод; дозволяє врахувати при оцінці унікальність кожного об'єкту.	заснований на минулому без урахування майбутніх очікувань; вимагає великого числа виправлень; труднощі зі збору необхідної інформації.
Витратний	Визначення вартості об'єкта оцінки як поточної вартості очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу	ґрунтується на реально існуючих активах; єдино можливий для деяких видів підприємств; дозволяє відобразити фактичні здійснені витрати підприємства.	не враховує деяких нематеріальних активів; не враховує майбутніх очікувань; не враховує ефективність використання активів; оцінка, що отримана за допомогою такого методу рідко відповідає дійсній вартості активів в умовах ринку.

Слід зазначити, що у міжнародній практиці, на відміну від вітчизняної,

ринковий підхід нарівні з доходним є основним для оцінки вартості підприємства. Така різниця у ставленні до даного підходу може бути пояснена в процесі виокремлення його сильних та слабких сторін.

Проведене дослідження у табл. 1.4 вітчизняних особливостей щодо врегулювання методичних підходів до оцінки вартості бізнесу, а також порівняння з міжнародними підходами дало змогу дійти таких висновків. Встановлено, що в Україні існує загальна тенденція до чіткої формалізації різного роду процесів з метою подальшого контролю дотримання встановлених норм та вимог щодо оцінки вартості бізнесу.

У межах використання методу чистих активів передбачається визначення агрегованої величини вартості активів підприємства шляхом складання їх переоціненої вартості. Це означає, що під час визначення сукупної вартості активів компанії ліквідність усіх активів вважається рівною. Як правило, на практиці все обмежується застосуванням сукупної знижки за низьку ліквідність, яка обирається оцінювачем. Часто така знижка входить до розрахункової величини вартості як частка знижки за низьку ліквідність для підприємства загалом. У результаті вибору певної величини знижки підсумковий показник оціночної вартості набуває ознак невизначеності.

Оскільки при використанні методу чистих активів із вартості активів слід вирахувати вартість зобов'язань, то розрахункова величина вартості не залежить від терміну погашення боргів. При цьому передбачається, що поточна вартість боргів дорівнює їх номінальній вартості. З врахуванням характеристик зазначених підходів, можна зробити висновок, що будь-який метод, який ґрунтується на ринковій інформації, за своєю суттю, є порівняльним і основним обмеженням щодо використання того чи іншого методу може виступати якість інформації.

Зрозуміло, що різні підходи і методи оцінки повинні дати приблизно однакові значення вартості об'єкту оцінки. Якщо отримані результати оцінки за різними методами суттєво відрізняються, можна припустити, що певна інформація при використанні того чи іншого методу чи підходу не була врахована. Головним критерієм доцільності оцінки вартості підприємств вважається, з одного боку, доступність інформації, а з іншого, мінімізація ризику некоректності оцінки. Застосування того чи іншого підходу можливе лише за наявності необхідних умов. Зазвичай при оцінці вартості

підприємства, залежно від цілей оцінки, поставлених умов, стану самого об'єкта і стану економічного середовища використовують поєднання двох-трьох методів найбільш доцільних в даній ситуації.

Методична база для здійснення оцінки бізнесу в Україні базується на міжнародних стандартах, що визначено як обов'язкова умова у Законі України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні». Для оцінки вартості бізнесу використовуються три підходи: дохідний, майновий та порівняльний. Кожен з перелічених підходів має позитивні та негативні сторони та дозволяє виділити певні характеристики об'єкту. Найчастіше для оцінки вартості бізнесу на Україні використовується дохідний підхід, але іноді буває вигідніше застосувати майновий чи порівняльний підхід. Кожен із перелічених підходів може застосовуватись для перевірки вартості бізнесу, яку проведено іншим способом.

Загалом аналітичні методи в зарубіжній практиці оцінювання бізнесу представлені трьома основними підходами, в яких підприємство розглядається з різних сторін бізнесу: «витратний» підхід (підхід на основі активів), «дохідний» підхід, а також ринковий підхід, або «порівняльних продажів». Кожен з цих підходів може бути реалізований різними методами. Як правило, щоб отримати реальну оцінку, застосовують усі три підходи, а потім обґрунтовують єдине значення оцінювання підприємства [2;11].

Поряд із розвитком традиційних підходів до оцінки вартості підприємства (дохідного, витратного, порівняльного), набуває популярності розвиток четвертого підходу, який пов'язаний із застосуванням опціонних моделей оцінки вартості підприємства. Застосування таких моделей дозволяє моделювати та оцінювати вартість найбільш складних фінансово-економічних об'єктів, оцінка яких за іншими підходами практично неможлива або некоректна.

Пріоритетність щодо використання того чи іншого підходу зумовлена цілями оцінки вартості підприємства, можливостями інформаційної бази, особливостями ринкових відносин та іншими макро- і мікроекономічними факторами. На нашу думку, застосування трьох методичних підходів до оцінки вартості підприємства та їх поєднання дадуть змогу більш об'єктивно визначити ринкову вартість підприємства. Основні характеристики методів оцінювання бізнесу, їх переваги та недоліки подано в табл. 1.6.

Підходи та методи оцінювання бізнесу

Назва методу	Характеристика методу	Переваги	Недоліки
1	2	3	4
Витратний метод в оцінці ринкової вартості бізнесу			
Метод чистої балансової вартості	Найпростіший метод оцінювання активів компанії. Щоб отримати чисту балансову вартість активів, від значення валюти балансу віднімають всі короткострокові та довгострокові зобов'язання підприємства. У підсумку визначається вартість власного капіталу компанії, тобто значення чистої балансової вартості активів.	Простий у застосуванні	Не відображає потенційних прибутків активів; Результати оцінювання швидко стають недійсними в умовах інфляції; Оцінювання активу може не відповідати його ринковій вартості за рахунок зносу
Метод скоригованої балансової вартості	Більш удосконалений метод оцінювання компанії. Містить результат переоцінювання, який коригує залишкову вартість активів на фактор інфляції. При визначенні вартості компанії проводиться переоцінювання її активів з введенням отриманого результату цієї переоцінювання в баланс: з боку активів – сума переоцінювання, з боку пасивів – резерв переоцінювання. Таким чином визначається чиста, скоригована балансова вартість, яка по суті є сумою власного капіталу компанії.	Можна застосовувати при високих темпах інфляції; Адекватно відображає структуру активів відносно ринкових цін, що склалися на них	Не відображає потенційних прибутків активів; Доволі складний, якщо дані обліку обмежені; Найважливіші активи повинні бути переоцінені індивідуально на основі різних коефіцієнтів.
Метод оцінювання чистої ринкової вартості матеріальних активів	Передбачає коригування матеріальних активів на рівень інфляції.	Дає реальну ринкову оцінку матеріальних активів; Найбільш прийнятний для підприємств з незначними нематеріальними активами	Не відображає потенційного прибутку; Не прийнятний для оцінювання бізнесу підприємств зі значними нематеріальними активами та інтелектуальною власністю.

Продовження табл. 1.6

1	2	3	4
Метод вартості заміщення	Оцінює підприємство, виходячи з витрат на повне заміщення її активів при збереженні її господарського профілю. Метод орієнтований тільки на оцінку матеріальних активів і прийнятний для капіталомістких підприємств.	Поточна ринкова оцінювання вартості витрат на відновлення підприємства	Не відображає потенційного прибутку; Не дає оцінювання нематеріальних активів
Метод відновної вартості	При використанні цього методу розраховують всі витрати, необхідні для створення точної копії оцінюваної фірми. Ці витрати розглядаються як відновна вартість оцінюваного об'єкта. На відміну від попереднього методу, цей метод враховує вартість нематеріальних активів.	Поточна ринкова оцінювання вартості витрат на відновлення підприємства; Облік вартості нематеріальних активів	Не відображає потенційного прибутку; Не відображає максимальної корисності підприємства в умовах застосування сучасного НТП
Метод ліквідаційної вартості	Використовується у випадку, коли фірма припиняє свої операції, розпродує активи і погашає свої зобов'язання. Метод дає найнижчу цифру оцінки і дає змогу визначити нижній рівень вартості бізнесу.	Визначення ціни підприємства та його активів при прискореній ліквідації (в екстремальних умовах)	Не відображає потенційного прибутку; Не дає найбільш оптимальної ринкової ціни
Дохідний метод в оцінюванні ринкової вартості бізнесу			
Метод капіталізації чистого доходу	Визначає потік доходу і перетворює його в поточну вартість шляхом застосування норми капіталізації. Його, як правило, застосовують за умови, що дохід надходить рівномірно.	Враховує майбутній дохід; Простота в розрахунках; Можливість визначення вартості в залежності від зміни ставки капіталізації	Можливі помилки в розрахунках; Неможливість застосування при визначенні оцінювання підприємств, що не отримують дохід
Метод капіталізації дивідендів	Застосовується для оцінювання компанії, акції якої котируються на фондовому ринку.	Враховує майбутній дохід; Зручність для оцінювання підприємств, що публікують фінансові звіти по дивідендах	Можливі помилки в розрахунках; Неможливість застосування при визначенні оцінювання підприємств, що не отримують дохід

Закінчення табл. 1.6

1	2	3	4
Метод капіталізації надлишкового доходу	Метод ґрунтується на отриманні додаткового прибутку від гудвілу[2] .	Відображає майбутні доходи в оцінюваній вартості. Дозволяє визначити вартість нематеріальних активів;	Орієнтований на оцінювання інтелектуальної власності (спеціалізований метод), не є універсальним
Метод дисконтування грошового потоку	Метод дає змогу реальніше оцінити майбутній потенціал підприємства. Як дисконтований дохід використовується або чистий дохід, або грошовий потік. Вартість підприємства дорівнює вартості чистих активів, сумі вартостей всіх його активів.	Дає змогу реальніше оцінити потенціал підприємства; універсальний метод; Розглядає конкретний період і динаміку зміни доходів; інтереси власника і кредитора;	Можливі помилки в прогнозах; Можливі помилки при виборі коефіцієнта дисконтування
Ринковий (порівняльний) підхід в оцінці ринкової вартості бізнесу			
Метод галузевих коефіцієнтів	Застосовується при наявності даних по галузі. Базується на використанні рекомендованих співвідношень між ціною бізнесу підприємства і фінансовими параметрами.	Дає реальну ринкову оцінку, виходячи з інформації, що отримується з ринку аналогічних компаній; Дає змогу підготувати інформаційну базу; можливість залучення апарату математичної статистики	Отримання хибного результату при визначених стратегіях компанії
Метод порівняння продажів	ґрунтується на використанні ціни придбання підприємства – аналога загалом чи його контрольного пакета акцій	Аналогічно до методу галузевих коефіцієнтів	Трудомісткий; Неможливо використовувати, якщо немає інформації про операції купівлі–продажу фірм аналогів або не розвинений ринок

Таблиця наочно показує, що у багатьох випадках необхідно застосовувати різні методи оцінювання вартості компанії, що дасть змогу отримати достовірніший результат. Зазвичай при оцінюванні бізнесу залежно від цілей оцінювання, шуканої вартості, поставлених умов, стану самого об'єкта і економічного середовища поєднують декілька методів, найвідповідніших у певній ситуації.

Детальний аналіз методичних підходів до оцінювання в контексті використання традиційних підходів для визначення вартості бізнесу дав можливість автору дійти таких висновків:

У міжнародній професійній практиці, існують декілька методів оцінювання бізнесу компанії. Їх можна виділити в три основні підходи: витратний, порівняльний (ринковий) і дохідний. Кожен з них передбачає використання для оцінювання властивих йому методів. Так, дохідний підхід передбачає використання методу капіталізації і методу дисконтованих грошових потоків. Витратний підхід використовує метод чистих активів і метод ліквідаційної вартості. При порівняльному підході (ринковому) використовуються: метод ринку капіталу, метод операцій і метод галузевих коефіцієнтів.

Жоден з перерахованих підходів і методів не лише не є взаємовиключними, але і доповнюють один одного.

Варто зазначити, що оцінка вартості підприємства повинна, перш за все, починатися з обґрунтування цілей її проведення, обрання підходу і методу для розрахунку необхідного виду вартості. Для більш об'єктивної оцінки слід використовувати декілька підходів і методів, проводячи їх подальше зіставлення для отримання інтегральної оцінки. Слід також звернути увагу на вигоди і витрати, пов'язані з пошуком інформації для розрахунків, оперативність і трудові витрати для проведення оцінки [5].

Діагностика, оцінювання бізнесу насамперед необхідні при проведенні таких заходів, як злиття, поглинання, приєднання, викуп акцій, для визначення величини премій акціонерам компанії, що поглинається, а також для вибору найоптимальнішого варіанта реорганізації при виході на міжнародні фондові ринки.

Висновки до розділу 1

Вартість бізнесу – складне багатовекторне поняття, управління яким потребує врахування не тільки економічних, організаційних, але й соціально-психологічних аспектів. Цільові установки та підходи до забезпечення ефективного управління в системах менеджменту якості й управління вартістю бізнесу схожі, тому розробку системи управління вартістю бізнесу доцільно здійснювати на основі її гармонізації з системою менеджменту якості. Побудова системи управління вартістю бізнесу на підставі реалізації принципів менеджменту якості створює передумови для комплексного сприйняття складових, що формують вартість бізнесу.

У першому розділі, на основі робіт вітчизняних та зарубіжних науковців було проведено систематизацію та узагальнення понять «вартість» та «управління вартістю» виведено поняття, що на думку автора, найбільш повно розкриває сутність даних категорій. Таким чином, дослідження теоретичних основ дало змогу сформулювати авторську думку щодо сутності поняття «управління вартістю суб'єктів господарювання», під яким слід розуміти складову частину менеджменту, що спрямована на максимізацію вартості підприємства у процесі розроблення та прийняття обґрунтованих стратегічних та оперативних рішень. Основними етапами управління вартістю підприємства є оцінка вартості підприємства, аналіз факторів впливу на вартість суб'єкта господарювання, розроблення шляхів збільшення вартості підприємства. Важливими складниками в управлінні вартістю підприємства є визначення та обґрунтування чинників зовнішнього та внутрішнього середовища, що впливають на вартість підприємства. Ефективне управління вартістю підприємства дасть змогу вчасно виявити та адекватно оцінити приховані резерви зростання вартості суб'єкта господарювання, формувати життєздатні стратегії розвитку, підвищити його інвестиційну привабливість та конкурентоспроможність.

На основі проведених досліджень автором було охарактеризовано механізм управління вартістю підприємства, згідно з яким виокремлюють наступні складові системи управління вартістю підприємства: мета, цілі, завдання, функції, суб'єкти, об'єкти та принципи, а також розглянуто методичні підходи до оцінки вартості підприємств.

2. АНАЛІЗ ТА ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ХАРЧОВОЇ ГАЛУЗІ

2.1. Аналіз стану харчової промисловості України

Харчова промисловість протягом багатьох років була і залишається найважливішою й життєво-необхідною галуззю для країн Європи, що забезпечує харчову безпеку країни, бере участь у формуванні структури експортної торгівлі, сприяє розвитку інших галузей промисловості. В Україні історично склались різні підгалузі харчової промисловості, основними серед яких є: виробництво цукру, молока, олії, хліба, кондитерських виробів, м'яса, вина, горілки та інших продуктів. Харчова галузь тісно пов'язана з іншими галузями виробництва, тому кризові явища в економіці найперше впливають на її розвиток. Важливість галузі для економіки України важко переоцінити. Протягом XIX і XX століть українські землі забезпечили собі перші місця у світі серед основних передових країн-експортерів аграрної продукції. Україна входила в п'ятірку найбільших експортерів цукру, зерна, м'яса, яєць, меду, тютюну

Харчова промисловість є однією із провідних систем утворюючих галузей вітчизняної економіки. Вона безпосередньо задіяна в забезпеченні продовольчої безпеки нашої держави, формуванні її експортного потенціалу й здатна позитивно впливати на динаміку економічного зростання України.

Харчова промисловість об'єднує у своєму складі десятки підгалузей, основними серед яких є: цукрова, молочна, олійно-жирова, хлібопекарська, кондитерська, м'ясна, лікєро-горілочана тощо.

Як і будь-яка інша галузь, харчовій промисловості притаманно чимало особливостей. Зокрема продукція, що виробляється харчовими підприємствами, відноситься до товарів першої необхідності, а тому користується постійним попитом (на харчі витрачається половина бюджетів вітчизняних домогосподарств); галузь має тісні інтеграційні зв'язки із сільським господарством, а відтак підвищення ефективності функціонування підприємств, що до неї належать, неможливе без вирішення проблем, які наявні сьогодні у тваринництві та рослинництві; ринок продовольства

характеризується значною ємністю, що робить харчову промисловість достатньо привабливою для інвестицій.

З метою оцінки макросередовища діяльності підприємств харчової галузі використовуючи методикау PEST-аналізу проаналізуємо основні фактори, які впливають на діяльність підприємства галузі.

Аналіз зовнішнього середовища необхідно здійснювати за наступним планом:

Формуються чотири групи факторів впливу зовнішнього середовища. Найчастіше до цих груп відносять фактори:

політико-правові (P – Political): податкова політика, торгівельна політика, військові дії, трудове законодавство, стабільна влада.

економічні (E – Economic): рівень інфляції, курс валют, рівень безробіття, темп росту в економіці, кредитно-грошова бюджетна політика.

соціокультурні (S – Social): відношення доходів, демографічні показники, структура населення, культура формування заощаджень, освіта.

технологічні (T – Technological): ступінь розвитку інновацій, рівень використання технологічних процесів, витрати на проведення розробок, ступінь доступу до інноваційних технологій.

Експертним шляхом для кожного фактора встановлюється вага та бал. Вага фактора відображає його значущість у групі (за умови, що вплив усіх факторів однієї групи становить «1»). Бал фактора встановлюється за шкалою від 1 до 5 і відображає ступінь врахування цього фактора у діяльності суб'єкта господарювання (1 – фактор не враховується; 5 – вплив фактора максимально враховується під час розробки стратегії суб'єкта господарювання).

Перевірка узгодженості думок експертів. Використання експертних оцінок для визначення значущості факторів PEST-аналізу пояснюється бажанням отримати оцінки у зручному, формалізованому вигляді.

Оцінка кожного фактору PEST-аналізу (як добуток ваги та балу), а також сумарна оцінка для кожної з чотирьох груп (сума оцінок факторів у групі) [112].

Визначення найбільш та найменш впливових на діяльність суб'єкта господарювання факторів зовнішнього середовища надає можливість зробити наступні висновки.

Проведемо даний аналіз для підприємства харчової промисловості в Україні на даний період. Для аналізу були сформовані складові за окремими групами факторів, що, на думку автора та експертів у харчовій галузі, є найбільш значущими (табл. 2.1 - 2.4).

PEST-аналіз це маркетинговий інструмент, призначений для виявлення політичних (P - political), економічних (E - economic), соціальних (S - social) і технологічних (T - technological) аспектів зовнішнього середовища, які впливають на діяльність підприємства. Цей аналіз ставить за мету виявити ті фактори зовнішнього середовища, які найбільше впливають на організацію, а також передбачити динаміку впливу цих факторів (сприятливу чи несприятливу) [85].

Таблиця 2.1

PEST-аналіз групи факторів «Політика»

Р Політика	Екс 1	Екс 2	Екс 3	Екс 4	Екс 5	Вага	Середня оцінка	Оцінка з поправкою на вагу
Військові дії	5	4	3	4	4	0.35	4	1.4
Законодавство	3	3	4	4	3	0.25	3.4	0.85
Податкова політика	3	4	4	3	3	0.15	3.4	0.51
Трудове законодавство	4	3	4	3	4	0.1	3.6	0.36
Стабільна влада	3	4	3	4	4	0.15	3.6	0.54
Всього						1		3.66

Таблиця 2.2

PEST-аналіз групи факторів «Економіка»

Е Економіка	Екс1	Екс 2	Екс 3	Екс 4	Екс 5	Вага	Середня оцінка	Оцінка з поправкою на вагу
Рівень інфляції	5	5	5	4	4	0.15	4.6	0.69
Кредитно- грошова політика	4	5	4	5	4	0.1	4.4	0.44
Рівень безробіття	4	3	3	3	3	0.2	3.2	0.24
Темп росту в економіці	5	4	4	3	3	0.25	3.8	0.95
Курс валют	4	4	4	4	4	0.3	4	1.2
Всього						1		3.52

Таблиця 2.3

PEST-аналіз групи факторів «Соціум»

S Соціум	Екс1	Екс 2	Екс 3	Екс 4	Екс 5	Вага	Середня оцінка	Оцінка з поправкою на вагу
Відношення доходів	3	3	3	3	3	0.2	3	0.6
Демографічні показники	3	4	3	4	4	0.25	3.6	0.9
Структура населення	4	3	3	3	3	0.15	3.2	0.48
Культура формування заощаджень	3	4	3	3	3	0.15	3.2	0.48
Освіта	3	3	3	3	3	0.25	3	0.75
Всього						1		3.21

Таблиця 2.4

PEST-аналіз групи факторів «Технологія»

T Технологія	Екс1	Екс 2	Екс 3	Екс 4	Екс 5	Вага	Середня оцінка	Оцінка з поправкою на вагу
Ступінь розвитку інновацій	5	5	5	5	5	0.35	5	1.75
Рівень використання технологічних процесів	4	4	4	4	4	0.2	4	0.8
Витрати на проведення розробок	5	4	5	4	4	0.15	4.4	0.66
Ступінь доступу до інноваційних технологій	4	4	4	5	4	0.3	4.2	1.26
Всього						1		4.47

Наступним етапом необхідно провести розрахунки у матричний вигляд. Розподіляються фактори за зменшенням їх впливу (табл. 2.5)

Матриця PEST-аналізу зовнішнього середовища харчової галузі

Соціальні фактори		Технологічні фактори	
Відношення доходів	0.6	Ступінь розвитку інновацій	1.75
Демографічні показники	0.9	Рівень використання технологічних процесів	0.8
Темп приросту населення	0.48	Витрати на проведення розробок	0.66
Культура формування заощаджень	0.48	Ступінь доступу до інноваційних технологій	1.26
Освіта	0.75		
Політичні фактори		Економічні фактори	
Військові дії	1.4	Рівень інфляції	0.69
Законодавство	0.85	Кредитно-грошова політика	0.44
Податкова політика	0.51	Рівень безробіття	0.24
Трудове законодавство	0.36	Темп росту в економіці	0.95
Стабільна влада	0.54	Курс валют	1.2

Застосовуючи на практиці дане дослідження та отримавши результати, можна стверджувати, що політична та економічна ситуація в країні залишається дуже важкою та непередбачуваною не тільки для агропромислової галузі, а й для країни в цілому. Високий рівень інфляції, високі ставки по кредитах, зміна курсів валют, військові дії на сході країни всі ці фактори створюють бар'єри для розвитку агропромислового комплексу.

Виходячи із отриманих результатів, можна чітко визначити, що на даному етапі найбільший вплив аналізоване підприємство мають технологічні фактори, та насамперед це ступінь розвитку інновацій в галузі харчової промисловості та ступінь доступу до інноваційних технологій. Ці фактори є суттєвими для підвищення продуктивності праці, шляхом її автоматизації а також заміни людської праці машинною. Фактор доступу до інноваційних технологій розкривається в можливості у рівному доступу до технологій у всіх гравців ринку харчової галузі, що сприятиме розвитку здорової конкуренції.

Досить великий вплив на зовнішнє середовище мають й політичні фактори, це перш за все військові дії на сході України, що спричинили значне зниження обсягів виробництва. Також основним політичним фактором, який впливає на сектор, є погіршення торгівельних стосунків із Росією, так як основний експорт продукції підприємства довгий час був

орієнтований на Росію. На сьогодні цей вектор потребує зміни напрямку. Ураховуючи тенденції у змінах партнерських взаємовідносин із підприємствами РФ та підприємствами тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим і м. Севастополь, необхідно розуміти, що не лише збільшується невизначеність господарської діяльності, але й зростають ризики її ведення, розміри можливих додаткових витрат і втрат, «звуження» ринків збуту.

Найвагомішим із визначних економічних факторів зовнішнього середовища для підприємства є нестабільність валютного курсу, що спричинене експортною орієнтованістю підприємств харчової галузі України. Досить великий вплив має темп зростання економіки, що дозволяє підприємствам та кінцевим споживачам збільшити витрати та споживання.

Серед соціальних факторів, що мають вплив на зовнішнє середовище підприємств харчової галузі можна виділити саме демографічні показники. Вони напряду визначають зростання чи зменшення споживання населення продукцією харчової галузі.

Отже, проведений аналіз зовнішнього середовища показав, що для харчової галузі існує дуже багато загроз, основною причиною яких є низький розвиток технологій, нестабільне політичне становище та низький розвиток економіки держави. У зв'язку з цим, основною вимогою для успішної діяльності підприємства стає його здатність швидко та вчасно пристосовуватися до динамічного зовнішнього середовища [86]. Проте відповідно до оцінки значущості факторів, можна зазначити, що жодний з них не загрожує існуванню підприємства, за умови прийняття зважених стратегічних та оперативних рішень на основі постійного моніторингу зовнішнього середовища підприємства.

Важливість галузі для економіки нашої країни обумовлена її питомою вагою в загальних обсягах виробництва і реалізації промислової продукції, експортним потенціалом та обсягами податкових надходжень, які вона забезпечує.

У 2013 році харчова промисловість займала друге місце за обсягами реалізованої продукції (перше місце традиційно посідає металургійне виробництво). Її частка становила 16%, включаючи напої і тютюнові вироби [20].

Починаючи з 2014 року харчова промисловість на загальнодержавному рівні займає перше місце за обсягами реалізованої промислової продукції серед всіх галузей промисловості і має позитивну динаміку питомої ваги.

В 2012 році було реалізовано продукції на суму 254,5 млрд. грн., що склало 18,2% в загальному обсязі. В 2013 році обсяги реалізованої продукції галузі склали 261,8 млрд. грн. або 19,3% від загального обсягу в Україні. В 2017 році реалізовано продукції на суму 451,115 млрд. грн., що складає 21,5% промислової продукції [20].

У 2017 році частка харчової промисловості у загальних обсягах реалізації промислової продукції становила 20,9%, включаючи напої і тютюнові вироби [20].

Аналіз основних показників розвитку харчової промисловості за п'ять років представлено у табл. 2.6.

Таблиця 2.6

Динаміка основних показників економічної діяльності підприємств харчової промисловості за 2013-2017 роки

Назва показника	Роки				
	2013	2014	2015	2016	2017
Кількість підприємств тис. одиниць	6407	5528	5502	5198	5047
Підприємства, які одержали прибуток, %	62,9	62,4	72,3	70,8	68,7
Підприємства, які одержали збиток, %	37,1	37,6	27,7	29,2	31,3
Дохід від реалізації млн. грн..	261,784	302,392	398,023	381,129	451,115
Чистий прибуток (збиток) тис. грн.	6531,7	-16906	-16553	-14601	9565,2
Кількість працівників, тис. осіб	404,1	350,8	321	315	284,3
Середньомісячна ном. заробітна плата одного штатного працівника, грн.	3110	3380	4184	6069	7734
Продуктивність праці, (тис.грн. на рік)	647,8	862	1239	1008	1150
Рівень рентабельності (збитковості) операційної діяльності підприємств, %	6,1	5,1	6,1	3,8	2,9

Джерело: [2, 3].

З 2013 по 2017 роки обсяг реалізації харчової промисловості збільшився на 189,331 млн. грн. (+ 72%). Частка прибуткових підприємств порівняно з 2013 роком збільшилася на 9%. Але це не покращило становище з прибутковістю. До 2013 року чистий прибуток мав позитивну динаміку росту, але в наступний період 2014-2017 р. темп зниження прибутку складав в середньому 3,1% щорічно. Найбільш збитковим для галузі став 2015 рік.

Рентабельність операційної діяльності була на середньому рівні, в загальній тенденції до зниження з 2015 по 2017 роки на 2% щорічно. Також, за досліджуваний період, зросли показники середньої заробітної плати в 3 рази та продуктивності в два рази.

Кількість працівників і підприємств харчової промисловості за шість років зменшилися на 21% та 25 % відповідно і цей факт є дуже негативною ознакою, враховуючі зростаючий рівень безробіття та частку промисловості в ВВП України.

Стабільний спад виробничої діяльності з 2011 по 2017 роки спостерігається у молочній промисловості, горілчаній, борошно-круп'яній, овочево-консервній та пивної галузях. Найвищі темпи падіння виробництва характерні для виробництва соусів і продуктів для приготування соусів; приправ та прянощів, спредів та сумішів жирових, коньяків, брендів, горілки, лікерів, вина виноградного, пива та газованих вод [25].

Основними перешкодами для розвитку галузі в аспекті збільшення обсягів виробництва є недостатня ефективність ринків сільськогосподарської продукції, монополія великих торговельних компаній, низька якість сировини та кінцевої продукції, невідповідність системи державного регулювання безпечності харчових продуктів європейській та міжнародній практиці, неефективна система надання кредитних ресурсів (в т. ч. державних дотацій), високий ступінь зношеності матеріально-технічної бази і низький рівень інноваційних впроваджень.

За даними Державної служби статистики України, обсяг реалізованої харчової промислової продукції у 2017 році склав 451 мільярд гривень, що більше за 2016 рік на 18,4% [20].

Динаміка індексу цін реалізації продукції підприємствами харчового сектору України за 2002 – 2017 рр. представлена на рис. 2.1.

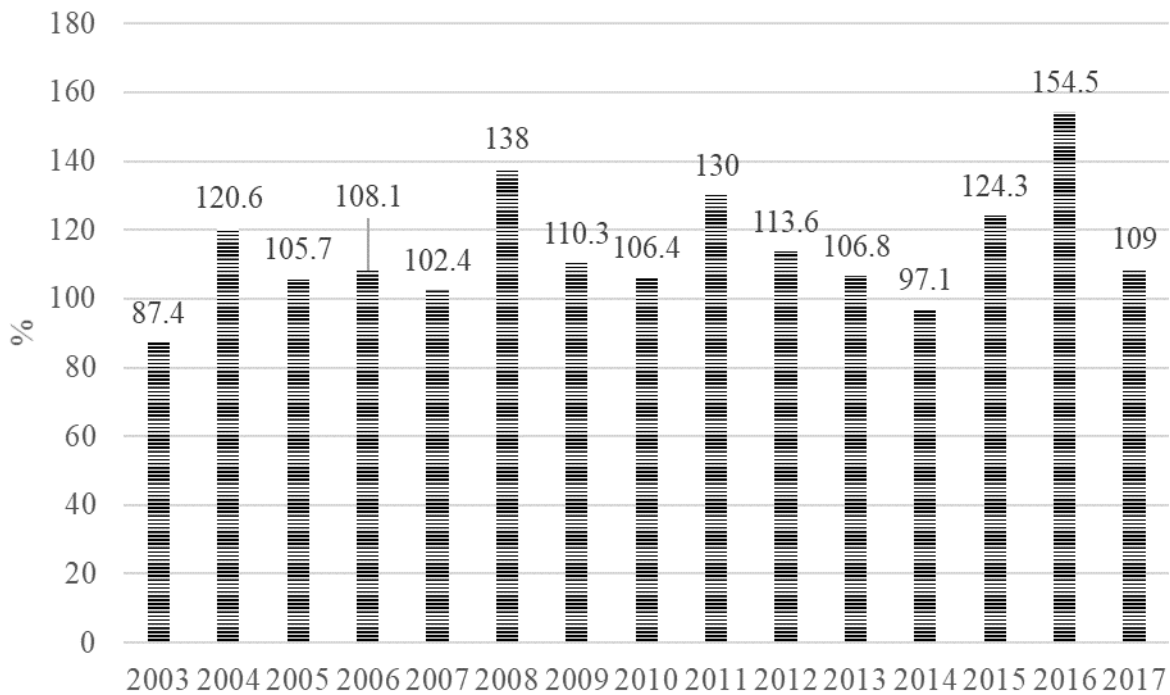


Рис. 2.1. Індекс цін реалізації продукції підприємствами харчового сектору

Індекс цін реалізації продукції сільського господарства (рослинництва, тваринництва) – це середньозважена величина, яка враховує зміни середніх цін на основні види продукції за період, рік, або ряд років. Основою для порівняння зміни середніх цін реалізації продукції сільського господарства є індекси цін реалізації окремих видів продукції звітнього місяця поточного року до середньорічних цін реалізації відповідних видів продукції базисного року. Для його обчислення обрана формула Ласпейреса. Можна побачити як з 2002 року підіймаються ціни на сільськогосподарську продукцію до 2016 року, що в свою чергу може призвести до інфляції.

Підсумовуючі аналіз, можна зазначити, що харчова промисловість України має значний досягнення в експортній діяльності. Незважаючи на втрату ринку Росії і проблеми транзиту через її територію у країни СНД, українські виробники розширюють географію своїх зовнішніх поставок. Компанії шукають вихід на зовнішні ринки через падіння попиту в Україні. Якщо раніше внутрішній ринок був більш привабливою з точки зору маржі, оскільки було зростання попиту, то сьогодні ціни не мають більше такої можливості до збільшення через обмеженість купівельної спроможності [10, с. 456].

Експортний потенціал харчової промисловості робить її привабливою для інвесторів. У цілому українська продукція стала більш вразливою до змін попиту на ринках країн Далекого Сходу. За таких умов українській харчовій промисловості необхідно змінювати пріоритети своєї діяльності та модернізувати виробництво.

Завдяки інвестиціям розширюються й удосконалюються виробничі потужності та основні фонди, забезпечуються необхідні пропорції. Інвестиції у виробничу сферу мають забезпечити підвищення технічного рівня й поліпшення розміщення діючих виробництв, а також необхідний приріст потужностей.

Інвестиційні рішення приймають з питань оптимізації структури активів, визначення потреби в їх заміні чи ліквідації; розробки методів і засобів реалізації інвестиційної політики; визначення потреби в фінансових коштах; розробки й затвердження інвестиційних проектів.

Тому важливим етапом дослідження є визначення основних факторів, які впливають на інвестиційну діяльність в харчовій промисловості та характеризують її стан і перспективи розвитку [11, с.18].

З 2011 по 2017 рік капітальні інвестиції в розвиток галузі мали різну динаміку. Темп зростання з 2011 по 2013 роки дорівнював 10% - 12%. У 2014 році обсяг капітальних інвестицій зменшився на 12%, у 2015 році залишився на рівні 2014 року, але вже у 2016 році зріс на 25% (рис. 2.2).

Основними причинами зниження інвестиційної активності в харчовій промисловості в останні роки були: економічна криза, інфляційні процеси скорочення інвестиційних витрат бюджету при зростанні фінансування інвестицій із власних і залучених коштів підприємств, нестійкий фінансовий стан підприємств харчової промисловості, відсутність державної інвестиційної стратегії, недосконалість законодавства.

Криза в інвестиційному середовищі виявляється також у вигляді розпорошення інвестицій, відсталості їх технологічної структури, тривалості інвестиційного циклу. Скорочення інвестицій у галузях харчової промисловості, пов'язаних з випуском нових технологій та прогресивної техніки, у довгостроковій перспективі закріплює технологічне відставання України від розвинутих країн світу [11, С.19].

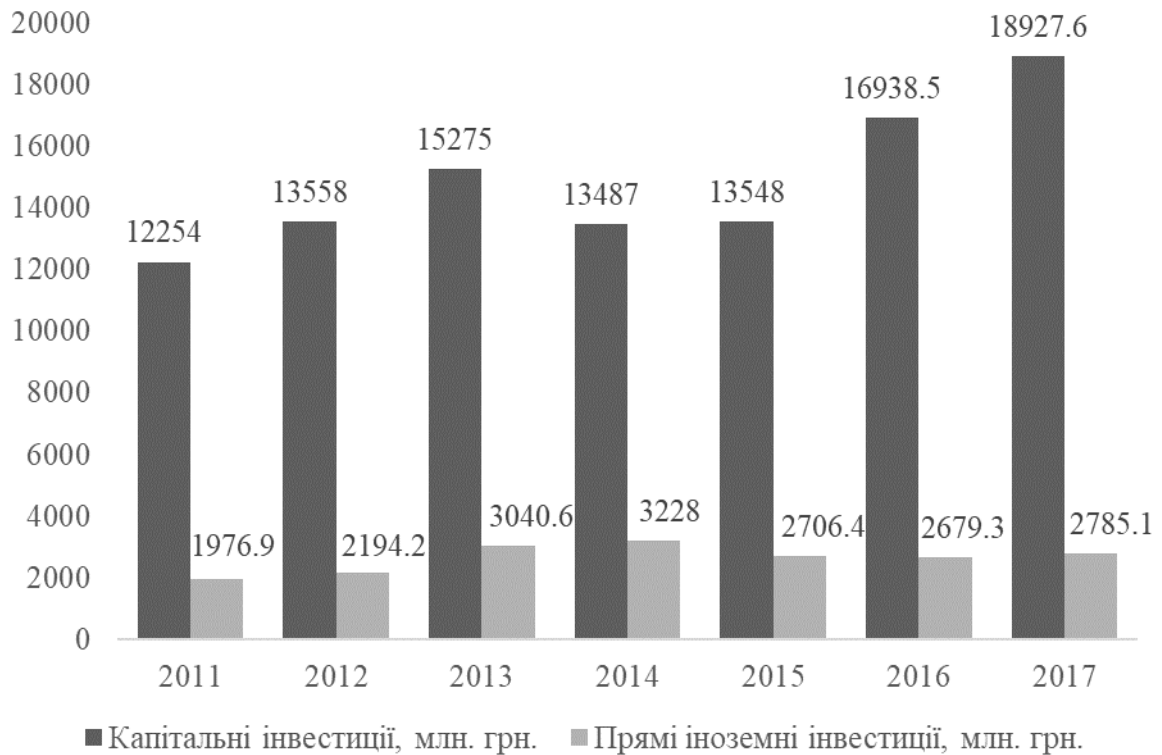


Рис. 2.2. Динаміка інвестицій в харчову промисловість України у 2011-2017 роках

Частка капітальних інвестицій в харчову промисловість в загальному обсязі інвестицій у 2011 році складала 13,8%, за наступні 7 років вона зросла на 12,3%. Проаналізувавши основні показники розвитку харчової промисловості в останні декілька років можна зазначити, що харчова промисловість є достатньо перспективною та конкурентоздатною галуззю. Її виробничий та експортний потенціал потужний і має стратегічний вплив на формування ВВП України. Зниження показників ефективності фінансово-економічної діяльності в останні сім років в основному спостерігається по окремим підгалузям, продуктовим підгрупами та регіонам. Основними причинами таких тенденцій стали: загальноекономічна та політична ситуація в країні та світі загалом, стан сировинної бази та купівельної спроможності населення, нестача оборотних коштів, відсутність чіткої інноваційної політики, висока вартість зарубіжних технологій. .

Підприємства харчової промисловості поступово адаптуються до ринкових умов господарювання, свідченням того є нарощення виробництва продукції галузі та збільшенням реалізації готової продукції. Проте, в харчовій промисловості є багато складних, невирішених проблем, які

стосуються питань адаптації законодавства, гармонізації стандартів та розробки технічних регламентів, вдосконалення системи державної підтримки, пошуку нових ринків збуту, удосконалення ціноутворення.

Основними чинниками, які визначають тенденції подальшого розвитку харчової промисловості, є наявність сировинних ресурсів, потужностей для розвитку, попиту на продукцію та коштів для фінансування розвитку підприємства. Варто зауважити, що всі зазначені чинники функціонування харчової промисловості дозволяють, на наш погляд, цілеспрямовано зорієнтувати підприємства на випуск конкурентоспроможної продукції, розміщення власного капіталу в їхній ефективний розвиток і виробництво на основі реального врахування економічних можливостей та вимог сучасного ринку.

Перспективним напрямом розвитку харчової галузі повинна стати мобілізація капіталу в оновлення основних засобів, у впровадження інноваційних технологій. Напрями інноваційного розвитку підприємств харчової промисловості України мають визначатися з урахуванням світових тенденцій розвитку галузі, внутрішнього та зовнішнього попиту на окремі види інноваційної продукції.

Для досягнення вищесказаного потрібні: держана підтримка інвестицій в наукові дослідження; вдосконалення нормативної бази, податкове стимулювання інноваційної діяльності; збільшення частки експорту продовольчих товарів в закордонні країни; створення сприятливих умов для притягнення іноземного капіталу, кредитування. модернізація існуючих та будівництво нових підприємств, підтримка ресурсної бази АПК і оптимізація їх взаємодії.

2.2. Діагностика підприємств харчової галузі методом кластерного аналізу

Існує достатня кількість методів статистичного аналізу, що дають можливість оцінити і проаналізувати діяльність підприємств харчової галузі. Одним із них є кластерний аналіз.

Кластерний аналіз є одним з найбільш перспективних підходів до аналізу багатовимірних процесів і явищ. Конкурентне середовище України повністю відповідає цій характеристиці, а тому можливість дослідження діяльності підприємств під його впливом за методикою кластерного аналізу є досить ефективним і якісним. У своїх дослідженнях ми використали формально-кількісну кластеризацію групування за метод k -середніх, що працює безпосередньо з об'єктами, а не з матрицею схожості. У багатьох випадках цей метод дає змогу отримати розбиття, близьке до найкращого з погляду функціональної якості.

Кластерний аналіз поєднує у собі різні процедури, які використовуються при проведенні класифікації. В результаті використання цих процедур, як було сказано вище, вихідна сукупність даних розділяється на схожі між собою групи об'єктів, що називають кластерами. Його методологічні риси зводяться до двох: утворення єдиної міри, що охоплює ряд ознак, та кількісне розв'язання питання про групування об'єктів спостереження.

В процесі аналізу доцільним буде використати ітеративний метод групування k -середніх, що працює безпосередньо з об'єктами, а не з матрицею схожості.

В його основу покладено процедуру, за якої об'єкт відноситься до того кластеру, що розташований на мінімальній відстані від нього. Відстань у цьому випадку визначають як евклідову відстань, тобто вихідні об'єкти вважаються точками евклідового простору. Особливістю методу є алгоритмічне гарантування того, що кожний з класифікованих об'єктів буде віднесений лише до одного з кластерів. У багатьох випадках метод k -середніх дає змогу отримати розбиття, близьке до найкращого з погляду функціональної якості.

Поєднання обраних методичних прийомів дозволяє, по-перше, визначити основні розбіжності між способами досягнення економічного ефекту підприємств харчової галузі, по-друге, спрямоване на якнайповніше врахування чинника невизначеності щодо майбутніх умов діяльності підприємств і, як наслідок, повної впевненості щодо точності ідентифікації реальних економічних процесів за допомогою економетричних моделей.

Кластеризацію 26 підприємств харчової галузі проведено за допомогою програмного пакету STATISTICA, в якому принцип класифікації методом k- середніх зводиться до наступних кроків:

На початковому етапі здійснюємо проведення вибірки об'єктів для кластеризації (тобто робимо огляд початкових вхідних даних). Показниками оцінювання підприємства будуть: фінансовий результат, який характеризує фінансовий стан підприємства та ефективність його господарської діяльності; власний капітал, який показує частку майна підприємства, яка фінансується за рахунок коштів власників і власних засобів підприємства; поточні зобов'язання, що показують зобов'язання, які будуть погашені протягом операційного циклу підприємства.

Вибір змінних-критеріїв для кластеризації. Не обов'язково треба включати всі змінні до кластерного аналізу.

Вибір засобу виміру відстані між кластерами. Найпоширенішою мірою для визначення відстані між двома крапками на площині, утвореній координатними осями x і y , є евклідова міра. При наявності будь-якої кількості змінних визначення відстані між двома спостереженнями x і y формула Евкліда набуває наступного вигляду (2.1):

$$\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - y_i)^2} \quad (2.1)$$

де x_i, y_i – значення i -ї змінної першого і другого спостереження;

n – кількість змінних.

За замовченням використовується квадрат Евклідової відстані. Але поряд з евклідовою мірою відстані, можна обрати й інші дистанційні міри. Кластерний аналіз можна проводити не тільки зі змінними інтервальної шкали, але у таких випадках застосовуються вже інші дистанційні міри.

Стандартизація спостережень. Рівні значень змінних часто дуже сильно відрізняються один від одного. Відповідно до формули евклідової міри, змінна, що має велике значення, практично цілком домінує над змінною з малими значеннями. Рішенням цієї проблеми є z - перетворення (стандартизація) значень змінних. Стандартизація приводить значення всіх

перетворених змінних до єдиного діапазону значень, а саме – середнє кожної приводиться до 0, а середнє відхилення – до 1. Тоді всі спостереження змінюються приблизно у діапазоні від -3 до $+3$.

Формування кластерів. Існує два основних методи формування кластерів: метод злиття та метод подрібнення. У першому випадку існуючі кластери розширюються шляхом об'єднання, доки не буде сформований один-єдиний кластер, що об'єднує всі спостереження. Метод подрібнення заснований на зворотній операції: спочатку всі спостереження об'єднуються у єдиний кластер, а потім починається процес розділення його на частини. Частіше використовують метод злиття. Існують різні алгоритми злиття, з яких за замовченням використовується зв'язування середніх у групах, коли відстані між кластерами розраховуються як відстані між середніми усіх спостережень у кластерах.

Інтерпретація результатів. Як і у випадку факторного аналізу, цей етап є достатньо складним і залежить від мети дослідника. На жаль, виразна картина відносин між змінними зустрічається не дуже часто.

У додатку А представлено 26 компаній харчової галузі, що прийматимуть участь у кластерному аналізі, а також їх базові фінансові результати, які використовуватимуться у процесі розрахунку показників.

Вибір змінних у кластерному аналізі є одним з найважливіших кроків у дослідницькому процесі. Для здійснення кластерного аналізу підприємств харчової галузі пропонується використання трьох показників:

коефіцієнт автономії (2.2). Він є найбільш часто використовуваним показником оцінки фінансової стійкості:

$$\text{Кавт} = \text{Вк} : \text{А} , \quad (2.2)$$

де Вк - власний капітал;

А - активи підприємства.

Цей коефіцієнт характеризує частку власників підприємства у загальній сумі коштів, авансованих у його діяльність. Чим вищим є значення цього показника, тим вища фінансова стійкість підприємства, тим більш стабільним та незалежним є становище від зовнішніх джерел фінансування і кредиторів. Оптимальною є ситуація, коли частка власного капіталу — на

рівні 60 — 40%. У підприємство з високою часткою власного капіталу кредитори вкладають кошти охочіше, бо воно з більшою ймовірністю може погасити борги за рахунок власних коштів;

коефіцієнт рентабельності власного капіталу (2.3). Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (фінансова рентабельність) характеризує рівень прибутковості власного капіталу, вкладеного в дане підприємство, тому найбільший інтерес представляє для наявних і потенційних власників й акціонерів й є одним з основних показників інвестиційної привабливості підприємства, тому що його рівень показує верхню межу дивідендних виплат:

$$K_{рвк} = Чп / Вк; \quad (2.3)$$

де Вк - власний капітал;

А - активи підприємства.

коефіцієнт оборотності активів. Відображає швидкість обороту сукупного капіталу підприємства, тобто показує, скільки разів за аналізований період відбувається повний цикл виробництва й обіг, що приносить відповідний ефект у вигляді прибутку, або скільки грошових одиниць реалізованої продукції принесла кожна одиниця активів:

$$K_{oa} = ЧВ / ВА; \quad (2.4)$$

де ЧВ - чиста виручка від реалізації продукції

ВА - середньорічна вартість активів

Після визначення показників, на основі яких буде здійснюватись кластерний аналіз підприємств, необхідним етапом є розрахунок їх значень для кожного об'єкта.

У табл. 2.7. представлено розрахунок показників – критеріїв кластеризації для підприємств харчової галузі, на основі яких буде здійснюватись кластерний аналіз.

Розрахунок коефіцієнтів (критеріїв) для проведення кластерного аналізу

№ п/п	Компанія	Коефіцієнт автономії	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	Коефіцієнт оборотності активів
1	Kernel Holding S.A	0.58	0.15	1.06
2	ПАТ «Луцьк Фудз»	0.28	0.41	2.33
3	ПрАТ «Миргородський Завод Мінеральних Вод»	0.95	0.10	1.41
4	ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	0.40	0.20	0.91
5	ПАТ «Бель Шостка Україна»	0.57	0.08	2.17
6	Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія»	0.58	0.17	0.99
7	Агрохолдинг «Мрія»	-6.39	0.23	0.31
8	ПАТ «Концерн Хлібпром»	0.06	-0.02	1.27
9	Avangard Co Investments Public Limited	0.47	0.13	0.75
10	Компанія «А.В.К.»	0.42	0.00	1.90
11	ПрАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен»	0.59	0.12	0.98
12	ГК «Ovostar Union»	0.62	0.21	0.93
13	Львівська кондитерська фабрика «Світоч»	0.63	0.35	2.14
14	ПАТ «САН ІнБев Україна»	0.06	-2.32	1.47
15	ПрАТ «АРТВАЙНЕРІ»	0.55	0.19	0.97
16	ПрАТ «Чумак»	-0.77	-0.05	1.52
17	Компанія «Конті»	0.35	-0.11	0.42
18	Аграрна Компанія «Агроліга»	0.56	0.27	0.79
19	ASTARTA Holding N.V.	0.65	0.15	1.07
20	ПАТ «АПК-ІНВЕСТ»	0.62	0.28	0.52
21	«Cargill A. T.» LLC	0.63	0.55	2.29
22	ПрАТ «МОНДЕЛІС Україна»	0.54	0.04	1.46
23	Agroton Public Ltd	0.67	0.10	0.96
24	KSG agro S. A.	-0.09	0.16	0.39
25	LLC «Agrogeneration Ukraine»	0.47	-0.22	0.42
26	Cereal planet PLC	0.25	0.09	1.87

У табл. 2.8 представлена стандартизована матриця показників для кластерного аналізу. Стандартизація – це діяльність, спрямована на вибір і встановлення доцільних чисельних значень параметрів, що підкоряються строго певній математичній закономірності. Стандартизація служить перш за все для створення умов і можливості зіставлення експериментальних даних, отриманих за допомогою методик різної розмірності.

Стандартизована матриця показників для кластерного аналізу

№ п/п	Компанія	Коефіцієнт автономії	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	Коефіцієнт оборотності активів
1	Kernel Holding S.A	0.30	0.20	-0.23
2	ПАТ «Луцьк Фудз»	0.08	0.72	1.85
3	ПрАТ «Миргородський Завод Мінеральних Вод»	0.58	0.08	0.35
4	ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	0.16	0.28	-0.47
5	ПАТ «Бель Шостка Україна»	0.30	0.04	1.58
6	Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія»	0.30	0.22	-0.34
7	Агрохолдинг «Мрія»	-4.77	0.34	-1.45
8	ПАТ «Концерн Хлібпром»	-0.09	-0.10	0.12
9	Avangard Co Investments Public Limited	0.22	0.14	-0.76
10	Компанія «А.В.К.»	0.19	-0.10	1.13
11	ПрАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен»	0.30	0.14	-0.37
12	ГК «Ovostar Union»	0.33	0.32	-0.45
13	Львівська кондитерська фабрика «Світоч»	0.33	0.60	1.52
14	ПАТ «САН ІнБев Україна»	-0.09	-4.67	0.43
15	ПрАТ «АРТВАЙНЕРІ»	0.28	0.28	-0.39
16	ПрАТ «Чумак»	-0.64	-0.10	0.51
17	Компанія «Конті»	0.13	-0.30	-1.27
18	Аграрна Компанія «Агроліга»	0.28	0.44	-0.67
19	ASTARTA Holding N.V.	0.36	0.20	-0.23
20	ПАТ «АПК-ІНВЕСТ»	0.33	0.44	-1.12
21	«Cargill A. T.» LLC	0.33	0.99	1.76
22	ПрАТ «МОНДЕЛІС Україна»	0.27	-0.04	0.43
23	Agroton Public Ltd	0.37	0.10	-0.40
24	KSG agro S. A.	-0.12	0.20	-1.33
25	LLC «Agrogeneration Ukraine»	0.22	-0.50	-1.27
26	Cereal planet PLC	0.05	0.08	1.08

У програмному забезпеченні Statistica був проведений кластерний аналіз з використанням методу k-середніх. Провівши кластерний аналіз підприємств харчової галузі за визначеними показниками, отримали два кластери, які значно відрізняються між собою. Отже, за допомогою методу кластерного аналізу k-середніх на фінансових даних підприємств харчової галузі України виокремлено 2 кластери.

До першого кластера (рис. 2.3) увійшли підприємства, що мають досить стабільні показники ділової активності, які відповідають нормативним значенням: Kernel Holding S.A., ПАТ «Миронівський хлібопродукт», Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія», ПАТ «Концерн Хлібпром», Avangard Co Investments Public Limited, ПрАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен», ГК «Ovostar Union», ПрАТ «Артвайнері», Компанія «Конті», Аграрна Компанія «Агроліга», Astarta Holding N. V., ПАТ «АПК-Інвест», Agroton Public Ltd, KSG agro S. A., ПрАТ «Чумак», ПАТ «САН ІнБев Україна», LLC «Agrogeneration Ukraine».

Members of Cluster Number 1 (Spreadsheet1) and Distances from Respective Cluster Center Cluster contains 18 cases		Distance				
Kernel Holding S.A		0,365517				
ПАТ «Миронівський хлібопродукт»		0,265371				
Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія»		0,359112				
Агрохолдинг "Мрія"		3,704033				
ПАТ «Концерн Хлібпром»		0,233204				
AvangardCo Investments Public Limited		0,293489				
ПрАТ "Київська кондитерська фабрика "Рошен"		0,356153				
ГК "Ovostar Union"		0,382645				
ПАТ "САН ІнБев Україна"		1,371333				
ПрАТ "АРТВАЙНЕРІ"		0,343922				
ПрАТ «Чумак»		0,580165				
Компанія «Конті»		0,334122				
Аграрна Компанія «Агроліга»		0,368614				
ASTARTA Holding N.V.		0,406736				
ПАТ «АПК-ІНВЕСТ»		0,447380				
Agroton Public Ltd		0,398991				
KSG agro S. A.		0,303649				
LLC "Agrogeneration Ukraine"		0,395447				

Рис. 2.3. Елементи кластеру № 1 відповідно до результатів кластерного аналізу

До другого кластера (рис. 2.4) потрапили підприємства, подібні між собою доволі низьким значенням значення рентабельності власного капіталу, що свідчить про нездатність підприємств генерувати достатньо прибутку підприємствами даного кластеру, а також мають чітко виражені проблеми у фінансовій стійкості: ПрАТ «Миргородський Завод Мінеральних вод», ПАТ «Луцьк Фудз», ПАТ «Бель Шостка Україна», Компанія «А.В.К.», ПрАТ «Монделіс Україна», «Cereal planet» PLC, Львівська кондитерська фабрика «Світоч», «Cargill A. T. » LLC.

	Members of Cluster Number 2 (Spreadsheet1) and Distances from Respective Cluster Center Cluster contains 8 cases			
	Distance			
ПАТ "Луцьк Фудз"	0,292887			
ПрАТ "Миргородський Завод Мінеральних Вод"	0,395405			
ПАТ "Бель Шостка Україна"	0,150343			
Компанія "А.В.К."	0,131219			
Львівська кондитерська фабрика «Світоч»	0,150402			
"Cargill A. T." LLC	0,285699			
ПрАТ "МОНДЕЛІС УКРАЇНА"	0,294249			
Cereal planet PLC	0,184654			

Рис. 2.4. Елементи кластеру № 2 відповідно до результатів кластерного аналізу

Графік середніх для коефіцієнтів кожного кластеру представлено на рис. 2.5.

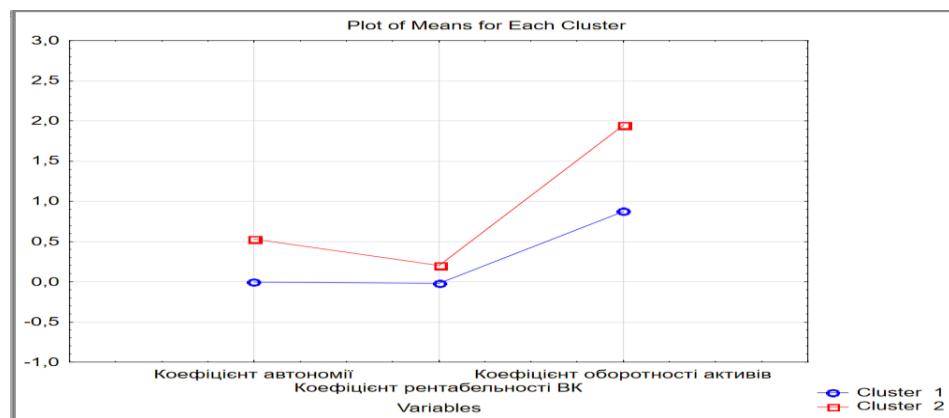


Рис. 2.5. Графік середніх коефіцієнтів для кожного кластеру

Хоча кластерний аналіз є досить популярним серед науковців як метод, що дозволяє групувати елементи за різними показниками, не витрачаючи багато часу. Проте для вибору компаній-аналогів з метою оцінки вартості, він має низку недоліків у порівнянні із судженнями професіоналів та методами професіонального відбору. Тому для проведення оцінки вартості підприємств харчової галузі доцільним є використання компаній-аналогів, акції яких котируються на фондовій біржі, а саме: Kernel Holding S.A., ПАТ «Миронівський хлібопродукт», ГК «Ovostar Union», ASTARTA Holding N.V., Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія», KSG agro S. A., LLC «Agrogeneration Ukraine», Аграрна Компанія «Агроліга», Avangard Co Investments Public Limited.

2.3. Оцінка вартості Kernel Holding S.A. ринковим методом

Оцінка вартості підприємств харчової галузі буде проводитися ринковим методом або методом мультиплікаторів. Метод мультиплікаторів («ціна акції до доходу фірми») в основному не застосовується для оцінки закритих компаній акціонерного бізнесу, акції яких не котируються на біржі. Для порівняння приймаються дані про прибутки й ціни на акції підприємств бізнесу, аналогічного за галуззю та масштабами, відносно яких є дані щодо вартості акцій (акції котируються на фондовому ринку). Умовою порівняння є можливість проведення фінансового аналізу аналога з визначенням коефіцієнтів рентабельності й ліквідності, структури капіталу, темпів росту компанії. Процес відбору зіставних компаній здійснюється в два етапи.

На першому етапі визначається максимально можливе число підприємств, схожих з оцінюваним. Пошук таких компаній починається з використання електронних баз, проте ця інформація потребує доповнення, оскільки не буває достатньо повною. Критерії порівнянності досить умовні і зазвичай обмежуються схожістю галузі, виробленої продукції, її асортименту та обсягів виробництва.

На другому етапі складається остаточний список аналогів, що дозволяє аналітику визначити вартість оцінюваної фірми. Включення підприємств в цей список засноване на ретельному аналізі додатково отриманої інформації. На цьому етапі аналітик посилює критерії порівнянності і оцінює такі фактори, як:

- масштаб бізнесу;
- рівень диверсифікації по споживачах і території;
- положення на ринку;
- характер конкуренції [49].

Оцінка фінансового ризику здійснюється наступними способами:

порівнюється структура капіталу або співвідношення власних і позикових коштів;

оцінюється ліквідність або можливість оплачувати поточні зобов'язання поточними активами;

аналізується кредитоспроможність фірми, іншими словами - її здатність залучати позикові кошти на вигідних умовах.

Оцінювач рідко знаходить компанії, абсолютно ідентичні оцінюється, тому на основі аналізу критеріїв робить один з таких висновків:

компанія порівнянна з оцінюється по ряду характеристик і може бути використана для розрахунку мультиплікатора;

компанія недостатньо порівнянна з оцінюваної і не може бути використана в процесі оцінки [55].

Згідно з проведеним аналізом пропонується проводити аналіз вартості компанії Kernel Holding S.A. ринковим методом на основі фінансових даних наступних компаній: ПАТ «Миронівський хлібопродукт», Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія», Avangard Co Investments Public Limited, ГК «Ovostar Union», Аграрна Компанія «Агроліга», Astarta Holding N. V., KSG agro S. A.

Згідно з запропонованою методологією проведено порівняння основних коефіцієнтів обраних компаній, що представлена у табл. 2.9 на основі річних фінансових звітів (Додаток Ж).

Таблиця 2.9

Динаміка основних коефіцієнтів обраних компаній-аналогів

Компанії-аналоги	Коефіцієнт автономії			Коефіцієнт рентабельності власного капіталу			Коефіцієнт оборотності активів		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
ПАТ «Миронівський хлібопродукт», тис. грн.	0,04	0,07	0,40	-3,20	-0,29	0,20	0,53	0,57	0,91
ГК «Ovostar Union», тис. дол.	0,78	0,80	0,62	0,41	0,25	0,21	0,75	0,71	0,93
ASTARTA Holding N.V., тис. євро.	0,49	0,61	0,65	0,07	0,23	0,15	0,64	0,64	1,07
KSG agro S. A., тис. дол.	-0,11	-0,10	-0,09	0,27	-0,90	0,16	0,30	0,47	0,39
Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія», тис. дол.	0,34	0,41	0,58	0,23	0,34	0,17	0,80	0,78	0,99
Avangard Co Investments Public Limited, тис. дол.	0,39	0,24	0,47	0,81	-0,08	0,13	4,56	0,13	0,75
Аграрна Компанія «Агроліга», тис. євро	0,88	0,68	0,56	0,28	0,30	0,27	1,58	1,17	0,79

Аналіз зазначених фінансових коефіцієнтів дозволив визначити тенденцію до зростання частки власного капіталу у структурі активів, що свідчить про зростання фінансової стійкості, та зростання коефіцієнту оборотності активів за рахунок збільшення чистого доходу.

При порівняльному аналізі балансових звітів підприємств-аналогів та оцінюваного підприємства рекомендується враховувати відмінності в застосовуваних методах бухгалтерського обліку та у разі необхідності вносити поправки у відповідні статті балансового звіту.

Скоригована фінансова звітність являє собою більш надійну базу для розрахунку і порівняння показників оцінюваного підприємства з підприємством-аналогом або із середньогалузевими значеннями, отже, дозволяє отримати більш точну характеристику фінансового стану підприємства і досягти більш точних результатів оцінки.

Для оцінки компанії ринковим методом необхідно обрати компанії-аналоги, що подібні до Kernel Holding S.A. за величиною прибутку, активів, виручки від реалізація, операційного прибутку до вирахування амортизації, податків, та відсоткових платежів. Фінансові показники діяльності компаній-аналогів для підприємства Kernel Holding S.A. приведені на табл. 2.10 - 2.11.

Таблиця 2.10

Фінансові показники діяльності компаній-аналогів Kernel Holding S.A

Компанія -аналог	Вартість активів, тис. грн	Власний капітал, тис. грн	Чистий прибуток, тис. грн	ЕБІТДА, тис. грн.
ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	55,789,014	11,096,221	3,324,384	12,681,730
ГК «Ovostar Union»	3,677,452	3,000,835	633,202	704,541
ASTARTA Holding N.V.	17,863,036	11,649,770	1,758,596	3,722,574
KSG agro S. A.	1,656,808	(156,812)	24,728	351,801
Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія»	5,054,738	2,920,058	491,521	1,081,594
AvangardCo Investments Public Limited	24,113,730	6,416,359	182,378	324,835
Аграрна Компанія «Агроліга»	848,406	474,496	128,820	138,263

Фінансові показники діяльності компаній-аналогів Kernel Holding S.A

Компанія - аналог	Чистий дохід, тис. грн.	Кількість акцій, штук	Вартість акції, грн.	Вартість чистого боргу, тис. грн	Ринкова вартість власного капіталу, тис. грн
ПАТ «Миронівський хлібопродукт	34,273,528	106,781,794	344	30,340,668	36,714,088
ГК «Ovostar Union»	2,671,397	6,030,962	833	(36,487)	5,025,098
ASTARTA Holding N.V.	13,717,000	25,057,288	236	7,735,735	5,922,169
KSG agro S. A.	640,635	15,000,000	40	1,342,006	600,878
Агрохолдинг «Індустріальна молочна компанія»	3,502,285	32,912,800	100	1,873,936	3,296,093
Avangard Co Investments Public Limited	3,520,633	63,875,000	9	9,761,584	573,694
Аграрна Компанія «Агроліга»	671,532	1,580,882	109	270,241	172,252

Ринковий підхід дозволяє аналітику отримати ряд можливих варіантів мультиплікаторів. Оцінювач залежно від цілей і об'єкта оцінки, ступеня довіри до тієї чи іншої інформації надає кожному мультиплікатору свою вагу. На основі зважування виходить підсумкова величина цінності, яка може бути взята за основу для проведення подальших коригувань [66].

Як правило, для оцінки компанії вибираються кілька мультиплікаторів. В практиці оцінки при виборі мультиплікаторів застосовуються такі правила:

мультиплікатори за порівнянними підприємствам повинні мати мінімальний розкид величин;

вибрані мультиплікатори слід застосовувати до відповідним фінансовим даними по оцінюваній компанії таким чином, щоб це відповідало способу обчислення відповідного мультиплікатора для зіставлення компаній. Якщо даний мультиплікатор розраховується за аналогічних підприємств за ряд років з середнім значенням прибутку, то і для оцінюваного підприємства необхідно розрахувати його виходячи з середнього показника прибутку;

компанії-аналоги можуть вибиратися як на національному фондовому, так і на міжнародних ринках. Якщо компанії-аналоги належать зарубіжним

державам, отримані мультиплікатори, перш ніж застосовувати їх до оцінюваної компанії, слід скорегувати на ризик. У разі національних компаній-аналогів отримані мультиплікатори не коригуються.

При оцінці вартості компанії Kernel Holding S.A були використані наступні мультиплікатори: Ціна/Балансова вартість активів, Ціна/прибуток, Ціна/виручка від реалізації, Ціна/EBIDTA.

Мультиплікатори ціна/прибуток, ціна/грошовий потік є найбільш поширеним способом визначення ціни, оскільки інформація про прибуток оцінюваної компанії і підприємств-аналогів є найбільш доступною.

В якості фінансової бази для мультиплікатора може використовуватися будь-який показник прибутку: чистий прибуток, прибуток до оподаткування, прибуток до сплати відсотків і податків і т. д [70].

Основна умова застосування - відповідність фінансової бази аналога і оцінюваної компанії, тобто мультиплікатор, розрахований на основі валового прибутку (до сплати відсотків і податків) компанії-аналога повинен співвідноситися з валовим прибутком до сплати відсотків і податків оцінюваної компанії.

Мультиплікатор ціна/прибуток залежить від системи бухгалтерського обліку (російська, GAAP), тому для закордонної компанії-аналога необхідно привести системи нарахування прибутку до єдиних стандартів.

Крім того, можуть знадобитися і інші коригування для отримання ідентичності умов нарахування прибутку, необхідної для застосування мультиплікатор

Мультиплікатор ціна/виручка від реалізації використовується для визначення вартості при невисоких або схожих витратах, наприклад, нотаріальні компанії, сфера послуг (реклама, страхування, тощо). Мультиплікатор ціна/ виручка від реалізації не залежить від методів бухгалтерського обліку і коректується тільки відмінністю валют.

При використанні мультиплікатора ціна/виручка необхідно враховувати структуру капіталу оцінюваної компанії і компаній-аналогів. Якщо вони суттєво відрізняються, то мультиплікатор краще визначати у розрахунку на інвестований капітал.

Процедура оцінки підприємств з різним співвідношенням власних і позикових засобів включає ряд етапів:

- 1) розраховується інвестований капітал компаній-аналогів як сума

власних коштів та довгострокових зобов'язань;

2) розраховується мультиплікатор як відношення інвестованого капіталу і будь-якої фінансової бази компанії-аналога;

3) визначається величина інвестованого капіталу оцінюваної компанії: мультиплікатор множиться на відповідну фінансову базу оцінюваної компанії;

4) розраховується вартість власного капіталу оцінюваної компанії як різниця інвестованого капіталу і вартості довгострокових зобов'язань оцінюваної компанії.

Мультиплікатор ціна/балансова вартість відноситься до моментними показниками, так як фінансовий показник розраховується на конкретну дату, а не за певний відрізок часу. Для розрахунку фінансової бази використовується балансова вартість активів компаній-аналогів на дату оцінки або на останню звітну дату. Даний мультиплікатор застосовується при оцінці фінансових або холдингових компаній, що володіють великими пакетами цінних паперів. Фінансовою базою для розрахунку приймаються балансові активи оцінюваної компанії і компаній-аналогів, узяті з балансів звітів компаній [84].

Визначення величини мультиплікатора - найбільш складний етап, що вимагає особливо ретельного обґрунтування, зафіксованого згодом у звіті. Оскільки однакових компаній не існує, діапазон величини одного і того ж мультиплікатора по компаніях-аналогах буває досить широкий. Аналітик відсікає екстремальні величини і розраховує середнє значення мультиплікатора по групі аналогів. Отримані результати накладаються на ряд мультиплікаторів, і досить точно визначається величина, яка може бути використана для розрахунку цінності оцінюваної компанії.

Для оцінки величина вартості Kernel Holding S.A. розрахуємо вищевказані мультиплікатори, а також визначено середні значення мультиплікаторів (для перших трьох), а також медіанне значення для показник Ціна/прибуток, через велику розбіжність у значеннях мультиплікаторів. Після цього було визначена ринкова вартість компанії використовуючи мультиплікатори а також фінансові показники. У табл. 2.12 представлені результати розрахунків ціни акції підприємства Kernel Holding S.A з використанням фінансових мультиплікаторів Ціна/Виручка від реалізації та Ціна/ЕВІТДА.

Таблиця 2.12

Розрахунок величини мультиплікаторів ціни акції Kernel Holding S.A

№	Назва компанії-аналога	Ціна/ Виручка	Середнє значення	Ціна акції, грн.	Ціна/ ЕВІТДА	Середнє	Ціна акції, грн.
1	ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	1.07	0.81	607.50	2.90	2.77	304.03
2	ГК «Ovostar Union»	1.88			7.13		
3	ASTARTA Holding N.V.	0.43			1.59		
4	KSG agro S. A.	0.94			1.71		
5	Агрохолдинг «Індустріальна Молочна Компанія»	0.94			3.05		
6	Avangard Co Investments Public Limited	0.18			1.77		
7	Аграрна Компанія «Агроліга»	0.26			1.25		

У табл. 2.13 представлені результати розрахунків ціни акції підприємства Kernel Holding S.A зв використанням фінансових мультиплікаторів Ціна/Активи від реалізації та Ціна/Прибуток.

Таблиця 2.13

Розрахунок величини мультиплікаторів та ціни акції Kernel Holding S.A

№	Назва компанії-аналога	Ціна / Актив- ви	Середнє значен- ня	Ціна акції, грн.	Ціна/ Прибуток	Середнє	Ціна акції, грн.
1	ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	0.66	0.51	355.11	11.04	8.25	507.01
2	ГК «Ovostar Union»	1.37			7.94		
3	ASTARTA Holding N.V.	0.33			3.37		
4	KSG agro S. A.	0.36			24.30		
5	Агрохолдинг «Індустріальна Молочна Компанія»	0.65			6.71		
6	Avangard Co Investments Public Limited	0.02			3.09		
7	Аграрна Компанія «Агроліга»	0.20			1.34		

В результаті було отримано 4 значення вартості акції, використовуючи чотири мультиплікатора: 607,5 грн./шт, 304,03 грн./шт., 355,11 грн./шт., 507,01 грн./шт. Необхідно визначити середнє значення серед визначених цін

на акції Kernel Holding S.A, воно становить 443 грн./шт.

На дату оцінки (12.10.2018) вартість акцій Kernel Holding S.A. на Варшавській фондовій біржі становить 325 грн. А отже проведена оцінка показала, що акції аналізованого підприємства є недооціненими.

Наступним етапом буде визначення ринкової величини власного капіталу (ринкова капіталізація підприємства), вона розраховується як добуток розрахованої величини акції на сумарну кількість акцій. Ринкова величина власного капіталу буде дорівнювати 35,623,185 тис. грн.

Завдяки ринковій капіталізації можна отримати уявлення про розміри бізнесу всередині певної галузі. Тому ринкову капіталізацію в розвинених країнах вважають показником, що дозволяє спрощено оцінити ринкову вартість підприємства [35].

Але ринкова капіталізація нехтує деякими важливими факторами в повній оцінці ринкової вартості компанії. Наприклад, якщо компанія розглядається в якості об'єкта продажу, ринкова капіталізація буде лише відображати вартість придбання акціонерного капіталу. У реальності новий власник також бере на себе відповідальність за всі непогашені борги цієї компанії.

Розрахунок показника ринкової вартості надає точнішу інформацію про компанію, оскільки враховує обсяг і ціну заборгованості. Для розрахунку ринкової вартості підприємства до величини ринкової капіталізації додається вартість привілейованих акцій та вартість усіх боргових зобов'язань, а потім віднімається величина грошей та їх еквівалентів. Саме такий порядок розрахунку рекомендовано відомими зарубіжними джерелами [9].

$$EV = MCap + Prstocks + Debt - Cash + Min \quad (2.5)$$

де EV – ринкова вартість компанії;

MCap – ринкова капіталізація підприємства;

Prstocks – ринкова вартість привілейованих акцій;

Debt – ринкова вартість сукупних зобов'язань;

Cash – сума грошових коштів та їх еквівалентів на дату оцінки.

Min – вартість міноритарного пакету акцій

Різниця між сумою заборгованості і величиною готівки має назву

нетто-заборгованості, або чистої заборгованості (Debtnetto). Тому ринкова вартість інтерпретується як сума ринкової капіталізації і чистої заборгованості. Звернемо увагу на відсутність у формулі (1) такої складової власного капіталу, як нерозподілений прибуток та резерви, тобто власний капітал компанії оцінюється виключно з погляду потенційних інвесторів за допомогою ринкових механізмів. Показник ринкової вартості підприємства зазвичай використовується в інвестиційному бізнесі для ідентифікації недооцінених компаній. Так, компанія з високою прибутковістю і солідними дивідендними виплатами може вважатися достатньо привабливою для багатьох інвесторів. Така компанія також повинна мати високу ринкову капіталізацію. Проте якщо процес оцінювання вартості компанії не зупиниться на цих параметрах, а піде далі, то в балансі компанії можуть бути виявлені значні розміри зобов'язань, і оцінка компанії лише за капіталізацією може в подальшому викликати проблеми у потенційного інвестора. Тому при порівнянні компаній – об'єктів продажу з еквівалентними рівнями ринкової капіталізації варто придбати компанію з нижчим рівнем заборгованості для уникнення можливих ризиків неплатоспроможності у майбутньому [8].

Отже, відповідно до формули (1), зобов'язання компанії призводять до збільшення її ринкової вартості, а надлишок готівки на рахунках зменшує ринкову вартість. Розрахунок ринкової вартості підприємства представлений у табл. 2.14.

Таблиця 2.14

Розрахунок ринкової вартості підприємства (Enterprise Value)

Характеристика впливу	Розрахунок ринкової вартості підприємства	Сума, тис. грн.
+	Ринкова вартість власного капіталу	35,623,185
+	Ринкова вартість чистого боргу	10,472,931
+	Величина міноритарного пакету	128,575
+	Вартість привілейованого пакету акцій	0
=	Ринкова вартість підприємства (EV)	46,224,691

Підсумкова величина цінності, отримана в результаті застосування мультиплікаторів, повинна бути відкоригована залежно від конкретних обставин. Найбільш типовими є наступні поправки:

1) отримана цінність підприємства методом ринку капіталу являє собою цінність неконтрольного пакету відкритої компанії, акції якої

продаються на відкритому фондовому ринку і тому являють собою рівень цінності підприємства з високим ступенем ліквідності. Щоб отримати вартість контрольного пакету в компанії, акції якої не продаються на відкритому фондовому ринку і інформація за якої широко не представлена, необхідно додати премію за контроль і відняти знижку за недостатню ліквідність [19];

2) до цінності діючого підприємства, визначеної методом ринку капіталу, необхідно додати цінність нефункціонуючих активів, тобто невикористаних об'єктів нерухомості, в тому числі соціального призначення, які можуть бути продані, а також недіючих потужностей;

3) до розрахованої цінності слід додати надлишок робочого капіталу засобів або відняти його надлишок.

$$EV_{\text{скор}} = EV - WC - L + VA \quad (2.6)$$

де $EV_{\text{скор}}$ – ринкова вартість компанії;

WC – надлишок робочого капіталу;

L – знижка/премія за недостатню/збиткову ліквідність;

VA - цінність нефункціонуючих активів.

$$EV_{\text{скор}} = 46,224,691 - 741,180 + 314,544 = 47,280,415 \text{ тис. грн.}$$

З розрахунків можна побачити, що ринкова вартість компанії Kernel Holding S.A становить 47,280,415 тис. грн. Слід відмітити, що ринкову капіталізацію при розрахунку «Enterprise Value» незначно знизил нормалізація робочого капіталу компанії до нормального рівня (за рахунок того, що при викупі компанії покупець зможе частково розрахуватись оборотними активами та грошовими коштами компанії).

На практиці комбінують ринковий метод з методом дисконтування грошових потоків, застосовуючи так званий метод середньої оцінки, згідно з яким оцінки, здобуті в результаті використання методів дисконтування грошових потоків та ринкових мультиплікаторів, зважуються на відповідну їх вагу згідно до мети оцінки та думки експертів [47].

В оптимальному випадку, якщо оцінювання проведене правильно і ґрунтується на ринкових показниках, то значення, отримані різними методами, повинні збігатися.

Висновки до розділу 2

Розвиток харчової галузі України, що відбувається під впливом процесів європейської інтеграції та проникнення іноземного капіталу, ставить перед компаніями нові управлінські задачі, головною серед яких виступає побудова ефективного механізму управління, що забезпечує посилення їх конкурентних переваг і задоволення економічних інтересів власників компаній. В цих умовах головною метою управління компаніями виступає необхідність забезпечення певного рівня рентабельності інвестованого капіталу, що вимагає впровадження сучасних концепцій та технологій управління, зокрема вартісної концепції.

Потреба в оцінці вартості підприємства та його майна є багатоаспектною, виникає на різних етапах фінансового менеджменту:

- при прогнозуванні наслідків виникнення ситуації банкрутства та по елементного розпродажу активів підприємства-боржника;

- при проведенні взаємозаліку заборгованості при оцінці можливостей та результативності реструктуризації активів підприємства;

- при підготовці проведення реорганізаційних процедур (злитті, поділі);

- при продажу підприємства як цілісного майнового комплексу.

У роботі було проведено аналіз та оцінку сучасного стану харчової галузі України. Методом PEST-аналізу було здійснено аналіз зовнішнього середовища підприємства харчової галузі за наступними факторами: політичні, економічні, соціальні та технологічні. Проведений аналіз зовнішнього середовища показав, що для харчової галузі існує дуже багато загроз, основною причиною яких є низький розвиток технологій, нестабільне політичне становище та низький рівень розвитку економіки держави.

Методом кластерного аналізу було проведено кластеризацію підприємств харчової галузі України за наступними критеріями: коефіцієнт автономії, коефіцієнт оборотності активів та рентабельність власного капіталу. На основі результатів дослідження було сформовано 2 кластери: з високим рівнем фінансових показників та низьким рівнем фінансових показників.

У роботі було проведено оцінку вартості компанії Kernel Holding S.A. методом ринкових мультиплікаторів, згідно з яким справедлива ринкова вартість оцінюваної компанії складає 47,280,415 тис. грн.

3. СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНЕ МОДЕЛЮВАННЯ ПРОЦЕСУ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

3.1. Побудова структурно-функціональної моделі AS – IS процесу управління вартістю підприємства

З метою побудови технології управління вартістю підприємства засобами структурно – функціонального моделювання пропонується використання технології структурного аналізу SADT (модель IDEF0).

Сутність структурного підходу до моделювання бізнес – процесів полягає в її декомпозиції (розбитті) на функції, що автоматизуються: система розбивається на функціональні підсистеми, які в свою чергу діляться на підфункції, що підрозділяються на задачі і так далі. Процес розбиття триває аж до конкретних процедур. Система, що автоматизується, зберігає цілісне уявлення, в якому всі компоненти взаємопов'язані [50].

Сутність структурного підходу до моделювання бізнес – процесів полягає в її декомпозиції (розбитті) на функції, що автоматизуються: система розбивається на функціональні підсистеми, які в свою чергу діляться на підфункції, що підрозділяються на задачі і так далі. Процес розбиття триває аж до конкретних процедур. Система, що автоматизується, зберігає цілісне уявлення, в якому всі компоненти взаємопов'язані [50].

Методологія SADT, що використовується при цьому, є сукупністю методів, правил і процедур, призначених для побудови функціональної моделі об'єкту якої – небудь предметної області. Функціональна модель SADT відображає функціональну структуру об'єкту, тобто вироблювані їм дії і зв'язки між цими діями.

Модель AS – IS – це модель «як є», тобто модель вже існуючого процесу / функції. Обстеження процесів є обов'язковою частиною будь-якого проекту створення або розвитку системи. Побудова функціональної моделі AS – IS дозволяє чітко зафіксувати, які процеси здійснюються на підприємстві, які інформаційні об'єкти використовуються при виконанні функцій різного рівня деталізації.

Технологія управління вартістю підприємства на підприємстві дає можливість в певній визначеній послідовності ефективно проводити оцінку та управління вартістю з метою виявлення як потенційних ризиків, так і можливостей. Побудова технології AS – IS управління вартістю на підприємстві починається з побудови головної контекстної діаграми (рис. 3.1).

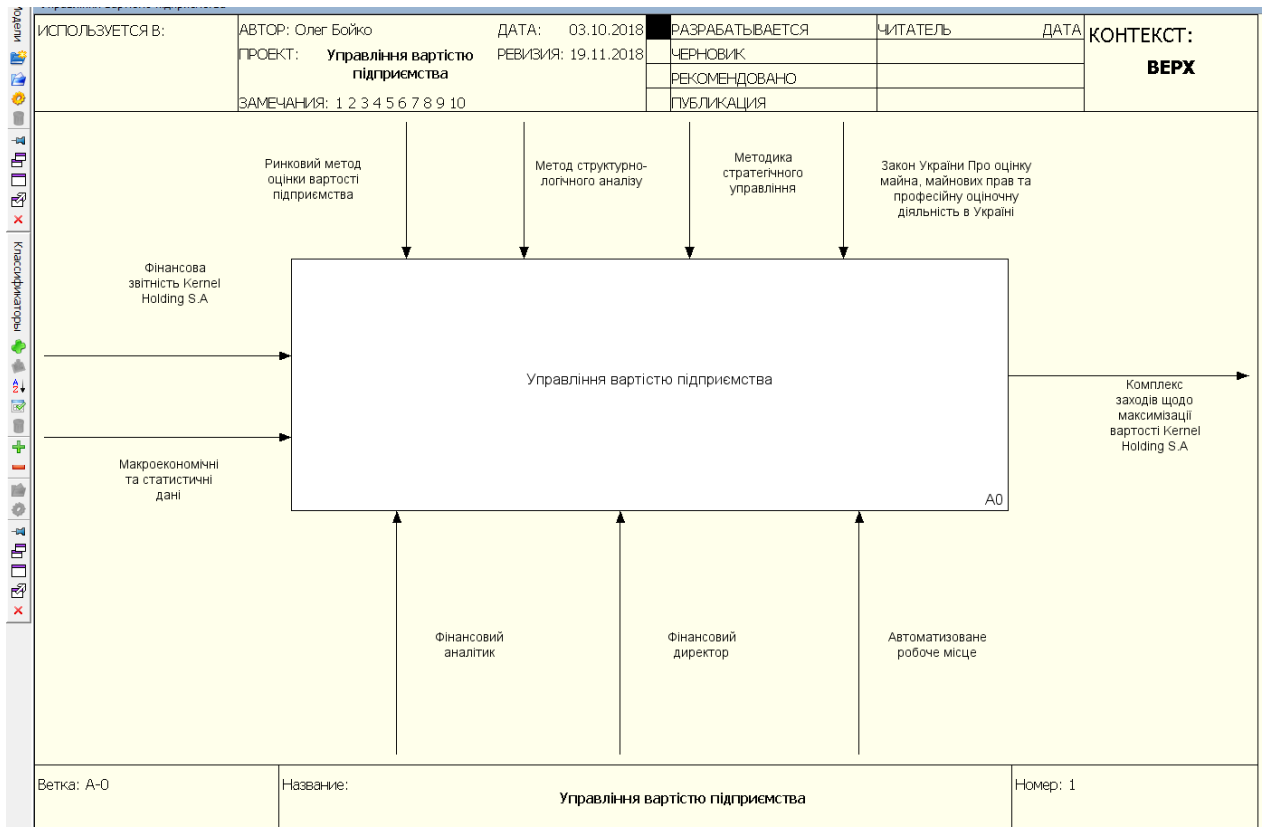


Рис. 3.1. Контекстна діаграма моделі процесу управління вартістю у програмному середовищі Ramus Educational

Будь – яка система має межу, яка відокремлює її від зовнішнього світу (інших систем). Взаємодія системи з навколишнім світом описується як вхід (ресурс, який переробляється системою – показується з лівої сторони блоку), вихід (результат діяльності системи – показується з правої сторони блоку), управління (стратегії і процедури, під управлінням яких проводиться робота – показується з верхньої сторони блоку) і механізм (ресурси, необхідні для проведення роботи – показується з нижньої сторони блоку) [59]. Перебуваючи під управлінням, система перетворює входи у виходи, використовуючи механізми перетворення.

Контекстною діаграмою моделі процесу управління вартістю підприємства передбачені наступні елементи функціональних блоків:

1. Блок вхідної інформації представлений фінансовою звітністю підприємства: Формою 1 «Баланс» (Звіт про фінансовий стан) підприємства, Формою 2 «Звіт про фінансові результати» (Звіт про сукупний дохід) підприємства, макроекономічними та статистичними даними.

Дані форми звітності виступають аналітичною базою для проведення розрахунків з оцінки фінансових ризиків підприємства.

В них міститься інформація щодо абсолютних значень показників, що характеризують формування і використання фінансових ресурсів підприємства, фінансові результати діяльності [16].

2. Управління включає методiku щодо оцінки вартості підприємства ринковим методом; методiku стратегічного управління; метод структурно-логічного аналізу, а також законодавчу базу у вигляді Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні».

3. Механізм управління вартістю на підприємстві включає фінансового аналітика, фінансового директора та автоматизоване робоче місце.

Автоматизоване робоче місце (АРМ) – індивідуальний комплекс технічних і програмних засобів, що призначений для автоматизації професійної праці фахівця і забезпечує підготовку, редагування, пошук і видачу на екран і друк необхідних йому документів і даних [59]. Автоматизоване робоче місце забезпечує робітника всіма засобами, необхідними для виконання певних функцій. АРМ об'єднує програмно – апаратні засоби, що забезпечують взаємодію людини з комп'ютером, надає можливість введення інформації (через клавіатуру, комп'ютерну мишку, сканер тощо) та її виведення на екран монітора, принтер, плотер, звукову плату – динаміки або інші пристрої виведення.

4. Метою аналізу управління вартістю на підприємстві є комплекс заходів щодо максимізації вартості.

Другий етап представлений декомпозицією процесу управління вартістю підприємства (рис. 3.2).

Технологія управління вартістю підприємства передбачає реалізацію таких етапів: оцінку вартості підприємства ринковим методом, розробка

стратегічних цілей щодо максимізації вартості підприємства та розробка заходів спрямованих на зростання вартості підприємства. Процес управління вартістю підприємства проводиться на основі систематизованої фінансової інформації з використанням методичних рекомендацій. Отримані результати використовуються для формування висновків за результатами аналізу.

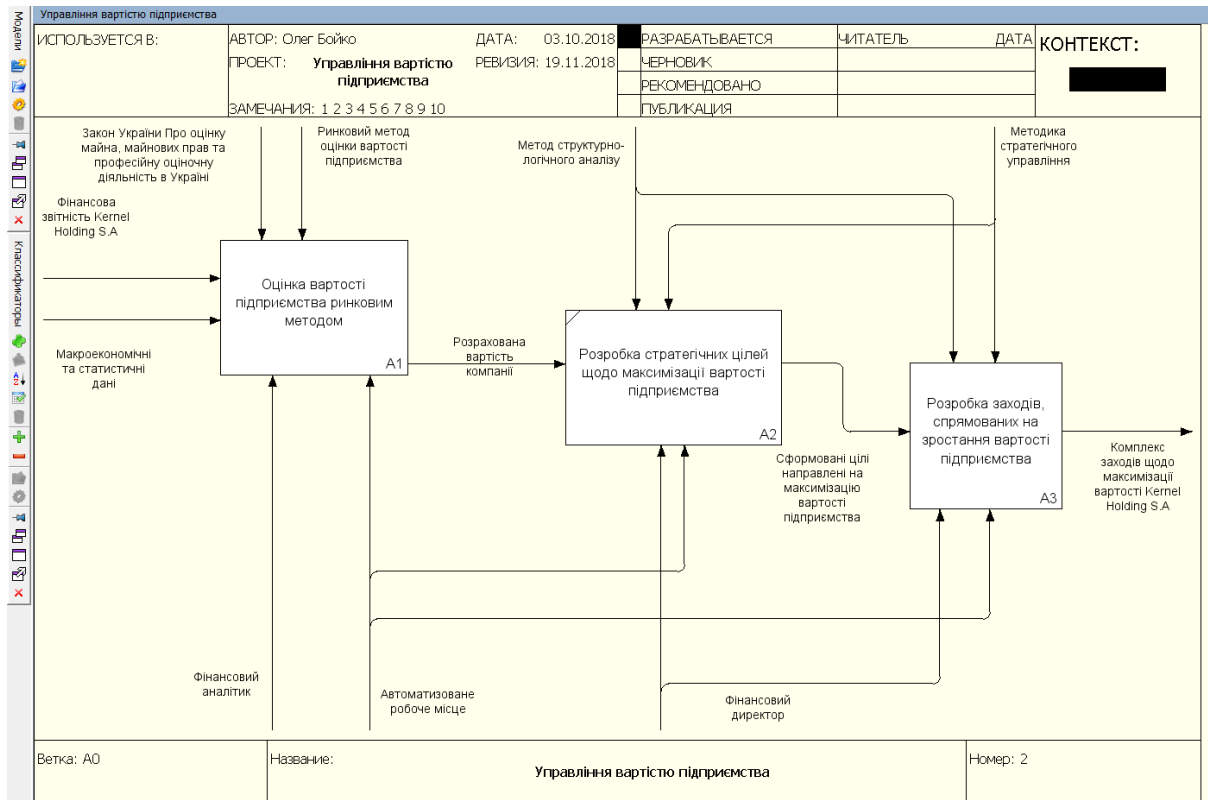


Рис. 3.2. Декомпозиція контекстної діаграми «Управління вартістю підприємства»

Оцінка вартості підприємства ринковим методом здійснюється у три етапи: пошук компаній-аналогів за встановленими критеріями, розрахунок фінансових коефіцієнтів та мультиплікаторів для компаній-аналогів, здійснення розрахунків вартості підприємства харчової галузі ринковим методом (рис. 3.3).

Процес оцінки ризиків проводиться на основі Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» з використанням систематизованої фінансової інформації, а також публічної ринкової інформації. На виході контекстної діаграми отримано розраховану вартість підприємства ринковим методом.

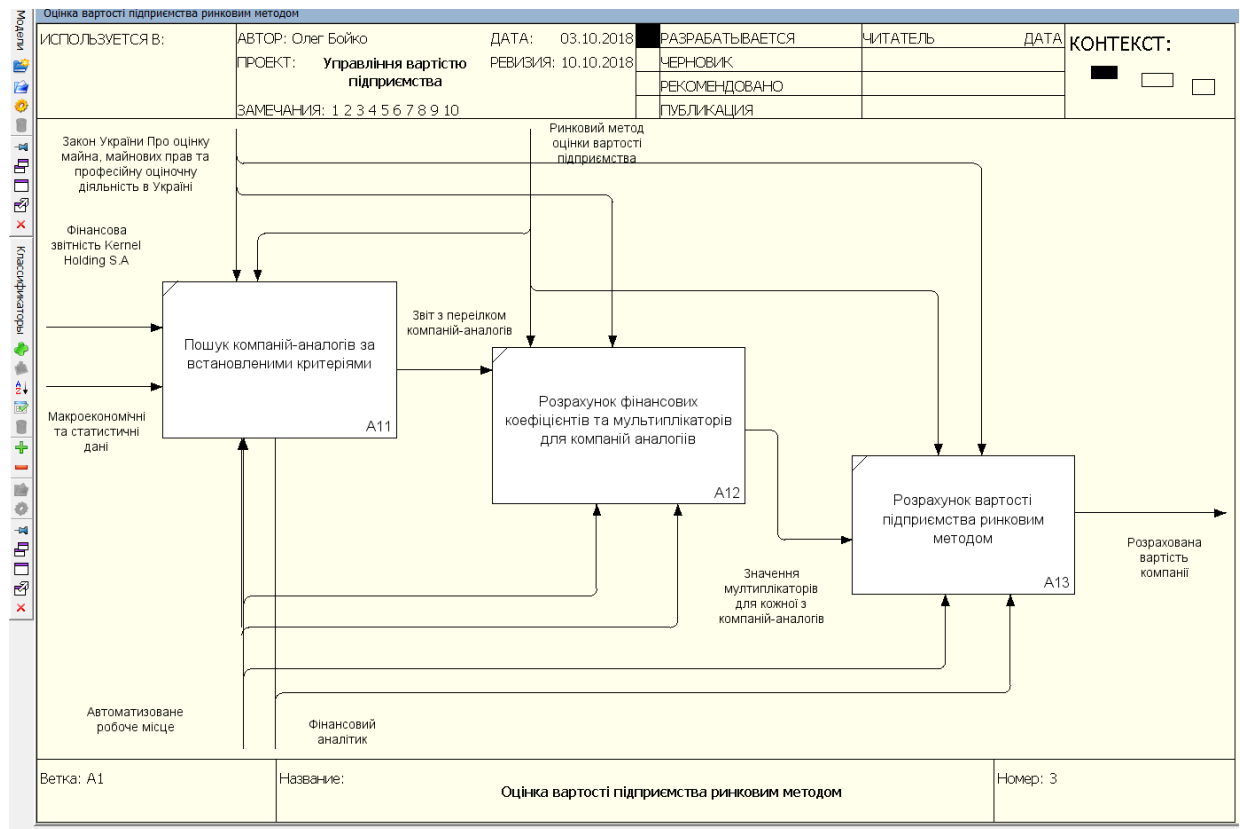


Рис. 3.3. Декомпозиція блоку «Оцінка вартості підприємства ринковим методом»

Формування висновків за результатами оцінки вартості підприємства ринковим методом проводиться на основі результатів аналізу.

На основі отриманої розрахованої ринкової вартості підприємства, фінансовий директор проводить формування стратегічних цілей щодо максимізації вартості підприємства з метою визначення головних напрямів направлених на максимізацію вартості. Результатом цього є стратегічні цілі, на основі яких проводиться процес розробки заходів спрямованих на зростання вартості підприємства

Процес розробки заходів спрямованих на зростання вартості підприємства включає наступні три послідовні етапи: формування основних напрямів максимізації вартості підприємства, розробка стратегічної карти направленої на максимізації вартості підприємства, формування комплексу заходів направлених на підвищення вартості підприємства.

Важливим етапом визначення стратегії підприємства є розробка стратегічної карти (Блок А32) на основі основних напрямів максимізації вартості (Блок А31).

Декомпозиція блоку «Розробка заходів спрямованих на зростання вартості підприємства» представлена на рис. 3.4.

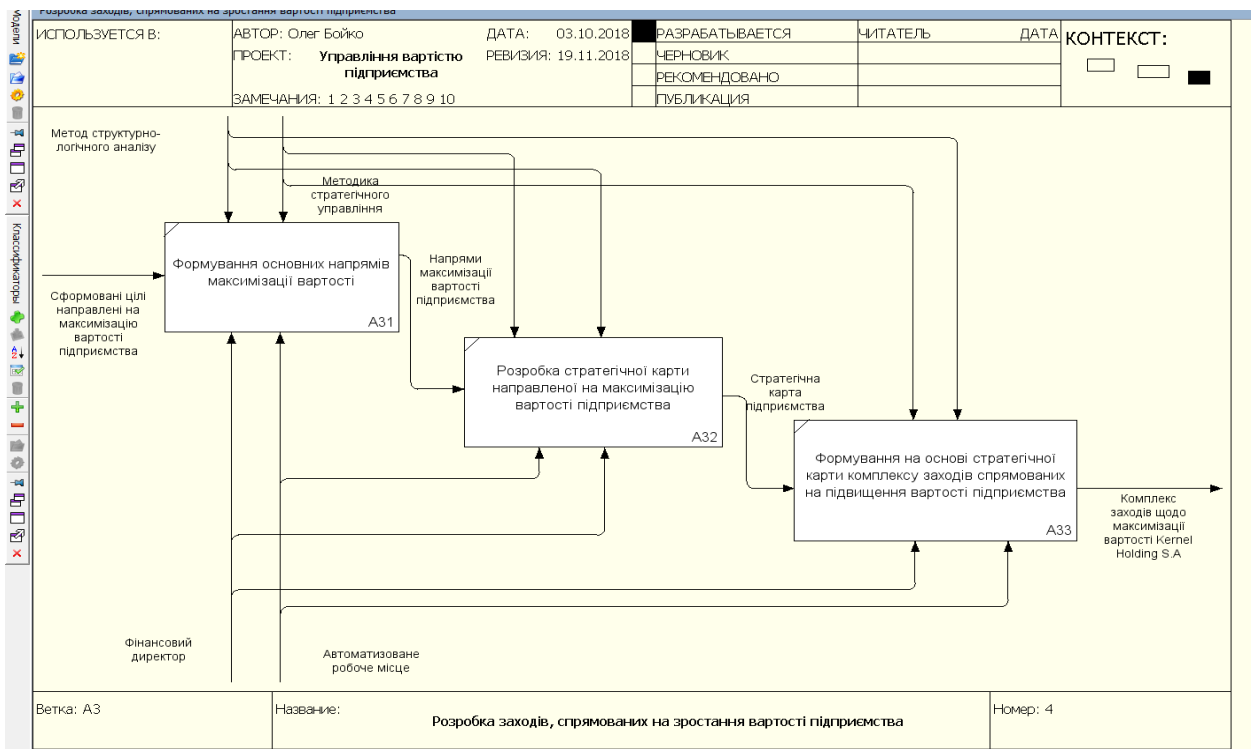


Рис. 3.4. Декомпозиція блоку «Розробка заходів спрямованих на зростання вартості підприємства»

На основі стратегічної карти підприємства проходить формування комплексу заходів спрямованих на максимізацію вартості підприємства.

Основними недоліками даної моделі управління вартістю підприємства харчової галузі, на думку автора, є:

неможливість сформулювати об'єктивну стратегію на основі оцінки вартості лише ринковим методом, через нестабільність фондового ринку України;

відсутність визначених драйверів зростання вартості, що унеможлиблює формування дієвих заходів щодо максимізації вартості підприємства;

відсутність дієвих інструментів та методів прогнозування та реагування на різні сценарії розвитку подій, що ставить під ризик фінансову безпеку підприємства;

недостатність контролю за імплементацією стратегії з максимізації вартості вказаного підприємства.

Досліджена структурно-функціональна модель «AS-IS» управління вартістю підприємства харчової галузі вказує на її вузьку спрямованість. Ця модель зосереджена на проведенні абсолютних та відносних показників фінансової діяльності, проте не передбачає проведення контролю за виконанням стратегічних цілей.

З огляду на зазначені недоліки та з метою вдосконалення існуючого процесу управління вартістю на підприємстві необхідно розробити модель «TO-BE», яка буде повною та актуальною, враховувати галузеві особливості, досвід конкурентів.

3.2. Побудова структурно-функціональної моделі TO – BE процесу управління вартістю підприємства

Знайдені в моделі AS – IS недоліки виправляються шляхом створення моделі TO – BE (як має бути), тобто моделі нової організації процесів на підприємстві. Створення та впровадження інформаційних систем призводить до зміни умов виконання окремих операцій, структури процесів і підприємства в цілому. Це призводить до необхідності зміни системи правил, що використовуються на підприємстві, модифікації посадових інструкцій співробітників.

Функціональна модель TO – BE дозволить чітко визначити розподіл ресурсів між операціями ділового процесу, що дає можливість оцінити ефективність використання ресурсів після пропонованого реінжинірингу.

Додаткові функції і можливості при побудові функціональної моделі процесів в моделі TO – BE:

модель дозволяє ідентифікувати всі інформаційні об'єкти, якими оперує підприємство в своїй діяльності. На відміну від інформаційних моделей (Data Flow Diagrams, IDEF1X) функціональна модель IDEF0 відображає, як саме використовуються інформаційні об'єкти в рамках ділових процесів;

модель дозволяє чітко визначити розподіл ресурсів між етапами процесу, що дає можливість оцінити ефективність використання ресурсів.

Останнє завдання особливо актуальна при створенні нових процесів на підприємстві.

Контекстна діаграма є вершиною деревовидної структури діаграм і є загальним описом системи і її взаємодії із зовнішнім середовищем.

Отже, контекстна діаграма складається з блоку головної задачі, який відображає сутність моделі, а саме управління фінансовими ризиками на підприємстві, та цілеспрямованість її побудови, передбачаючи сукупність запитань, на які дає відповідати модель, а також інтерфейсних дуг, які надходять з усіх боків до головного блоку.

На рис. 3.5 відображено моделювання декомпозиції контекстної діаграми «Управління вартістю підприємства» на чотири блоки, яка дає змогу визначити структуру сукупності етапів процесу управління вартістю підприємства.

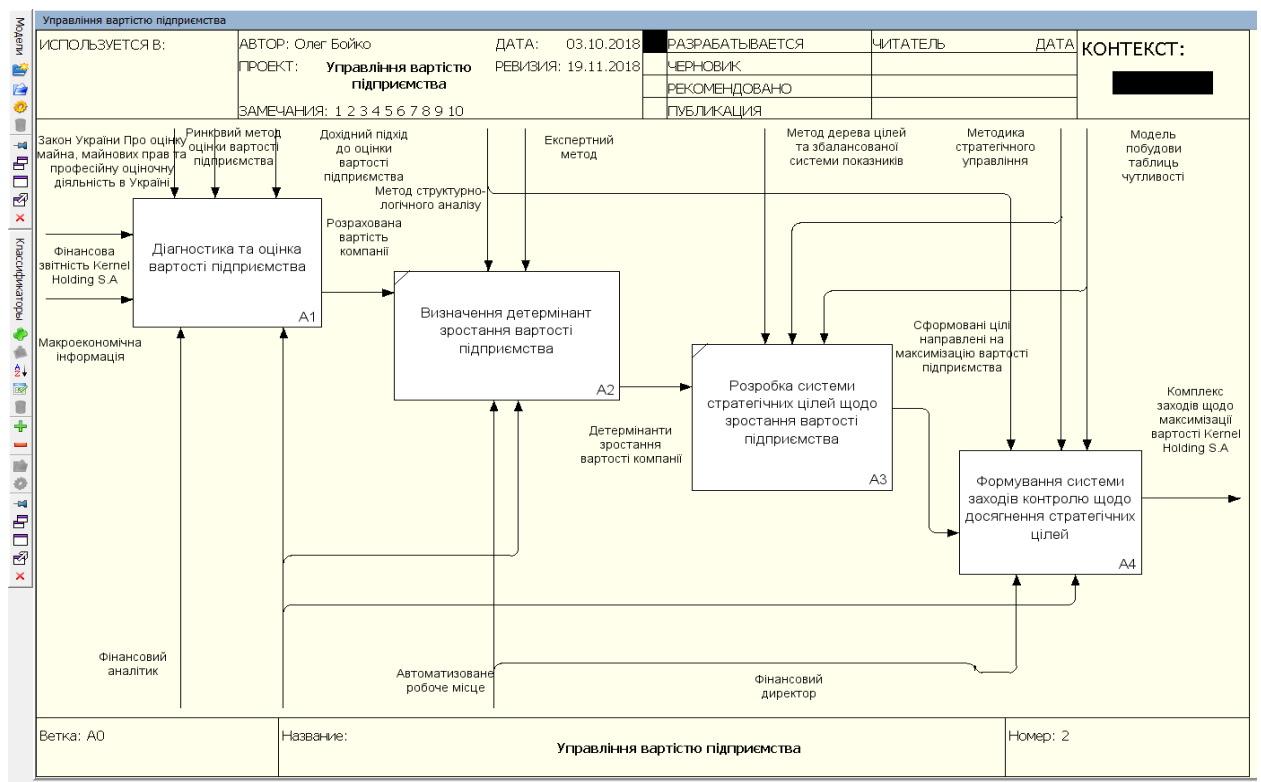


Рис. 3.5. Декомпозиція контекстної діаграми моделі TO BE «Управління вартістю підприємства»

Технологія TO BE управління вартістю підприємства передбачає реалізацію таких етапів: діагностику та оцінку вартості підприємства (ринковим методом та дохідним методом), визначення детермінант зростання вартості підприємства, розробка системи стратегічних цілей направлених на

зростання вартості підприємства та формування системи заходів контролю щодо досягнення стратегічних цілей.

Після декомпозиції контекстної діаграми проводиться декомпозиція першого фрагмента системи етапу «Діагностика та оцінка вартості підприємства» для досягнення потрібного рівня деталізації опису (рис. 3.6).

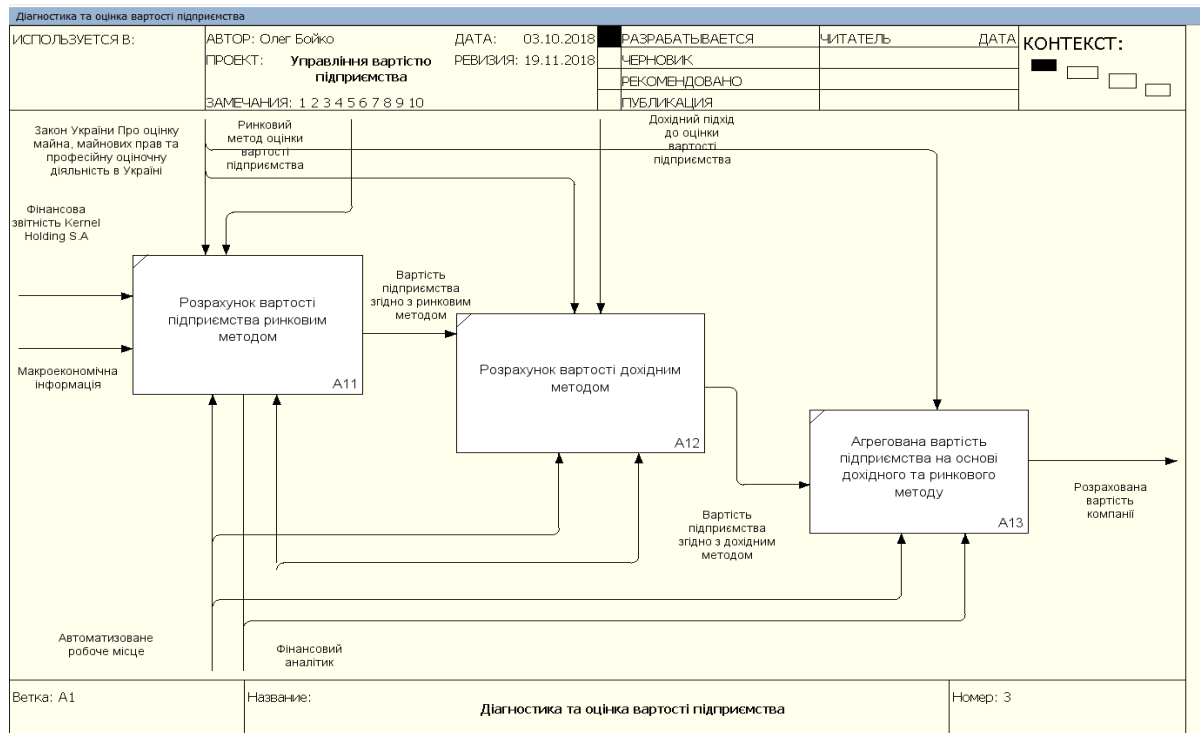


Рис. 3.6. Декомпозиція блоку «Діагностика та оцінка вартості підприємства»

Діагностика та оцінка вартості підприємства здійснюється у три етапи: розрахунок вартості підприємства ринковим методом; розрахунок вартості підприємства дохідним методом; визначення агрегованої вартості підприємства на основі дохідного та ринкового методу.

Процес оцінки вартості підприємства проводиться на основі Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» за даними фінансової звітності з використанням систематизованої фінансової інформації, з використанням дохідного і ринкового методу визначення вартості підприємства. Формування висновків проводиться на основі результатів аналізу.

Прогнозування показників фінансового стану та змін у фінансово-господарській діяльності підприємства дає змогу визначати на короткострокову та довгострокову перспективу потреби підприємства у фінансових ресурсах; виважено будувати відносини з контрагентами, у тому числі з покупцями, постачальниками, а також фінансово-кредитними установами і державою; обґрунтовано приймати управлінські рішення та реалізовувати довгострокові проекти, зокрема інвестиційні.

Важливість прогнозування фінансового стану підприємств в сучасних умовах полягає у необхідності дослідження впливу різних ризиків на їх функціонування та здійснення при потребі відповідних заходів щодо їх мінімізації з метою запобігання виникненню кризових процесів на підприємстві, погіршенню ліквідності чи фінансової стійкості

Декомпозиція фрагмента системи етапу «Формування системи заходів контролю щодо досягнення стратегічних цілей» для досягнення потрібного рівня деталізації опису представлено на рис. 3.7.

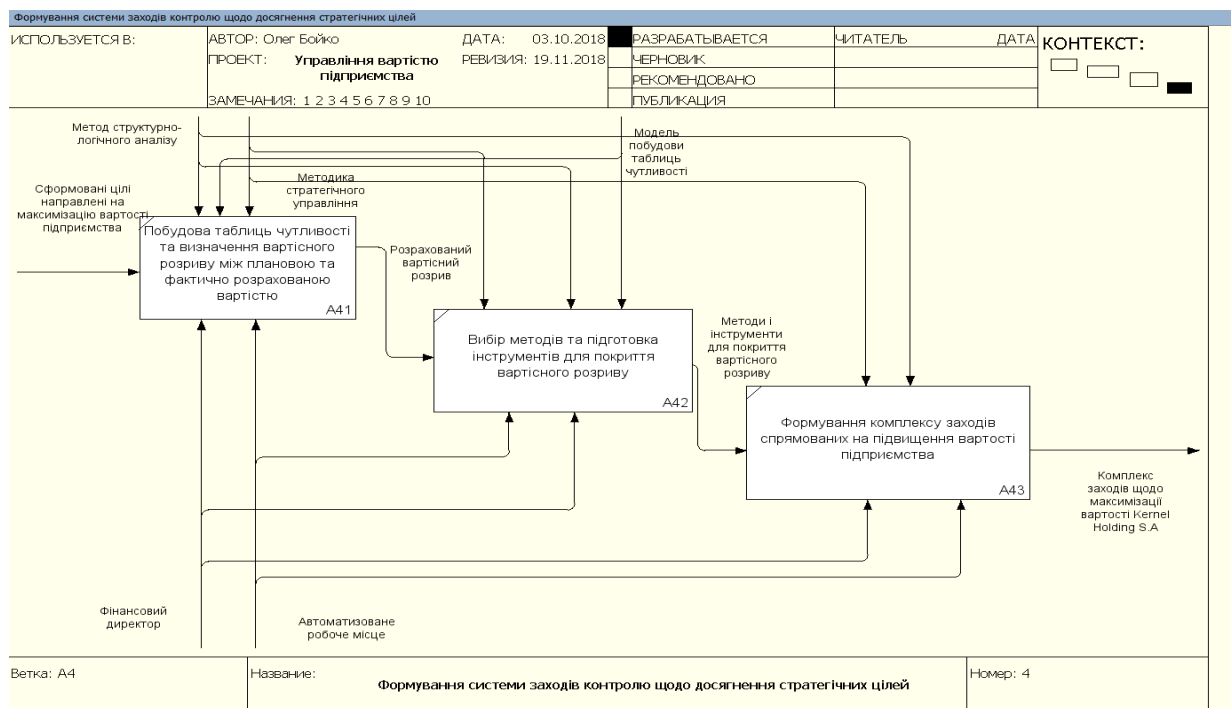


Рис. 3.7. Декомпозиція блоку моделі ТО ВЕ «Формування системи заходів контролю щодо досягнення стратегічних цілей»

Процес формування системи заходів контролю щодо досягнення стратегічних цілей здійснюється у три послідовних етапи:

побудова таблиць чутливості та визначення вартісного розриву між плановою та фактичною розрахованою вартістю підприємства;
 вибір методів та інструментів для покриття вартісного розриву;
 формування комплексу заходів спрямованих на максимізацію вартості підприємства.

Формування системи заходів контролю щодо досягнення стратегічних цілей здійснюється фінансовим директором з використанням методики стратегічного управління, методу структурно-логічного аналізу та моделі побудови таблиць чутливості, з урахуванням визначення вартісного розриву та його покриття.

Порівняння моделей «AS-IS» та «TO-BE» представлено у табл. 3.1. Аналіз даних таблиці дозволяє побачити, що покращена модель є більш детальною, універсально та науково обґрунтованою.

Таблиця 3.1

Порівняння моделей «AS-IS» та «TO-BE» процесу управління вартістю підприємства харчової галузі

AS-IS		TO-BE		Відмінності
№	Найменування робіт	№	Найменування робіт	
1	Оцінка вартості підприємства ринковим методом	1	Діагностика та оцінка вартості підприємства	Виділення нового етапу – визначення детермінант зростання вартості. Імплементация заходів контролю, що виступають додатковими складовими управлінського регулювання. Використання результатів аналізу підприємств галузі.
2	Розробка системи стратегічних цілей направлених на максимізацію вартості підприємства	2	Визначення детермінант зростання вартості підприємства	
3	Розробка заходів спрямованих на зростання вартості підприємства	3	Розробка системи стратегічних цілей направлених на максимізацію вартості підприємства	
		4	Формування системи заходів контролю щодо досягнення стратегічних цілей	

Процес управління вартістю підприємства в обох варіантах структурно-функціональної моделі веде до формування комплексу заходів щодо

управління ринковою вартістю підприємства. Модель «ТО-ВЕ» у якості удосконалення має додатковий блок із визначення детермінант вартості підприємства. Цей блок є важливим та вагомим, оскільки виявлення факторів впливу на вартість підприємства дозволять у майбутньому вплинути на максимізацію ринкової вартості підприємства.

Висновки до розділу 3

Метою побудови функціональних моделей зазвичай є визначення найбільш слабких і уразливих місць в діяльності організації, аналіз переваг нових бізнес-процесів і ступеня необхідних змін існуючої структури бізнесу. Аналіз недоліків і «вузьких місць» починається з побудови моделі AS – IS (Як є). Ця модель будується на основі вивчення документації (посадових інструкцій, наказів, звітів тощо), анкетування та опитування службовців підприємства, протоколювання дій співробітників протягом робочого дня та інших джерел. Отримана модель AS – IS служить для виявлення некерованих і не забезпечених ресурсами робіт, непотрібних, неефективних і дублюючих один одного дій та інших недоліків в організації діяльності підприємства. Виправлення недоліків, перенаправлення інформаційних і матеріальних потоків призводить до створення моделі ТО – ВЕ (як повинно бути).

У роботі розроблено вдосконалену модель управління вартістю підприємства «ТО – ВЕ», у якій передбачене виділення нового етапу – визначення детермінант зростання вартості, використання методу дисконтування грошових потоків для оцінки ринкової вартості підприємства, побудова таблиць чутливості та імплементація заходів контролю, що виступають додатковими складовими управлінського регулювання. Розроблена модель дозволяє менеджменту вчасно та адекватно реагувати на вплив чинників зовнішнього та внутрішнього середовища у режимі реально часу, що є необхідним у сучасних ринкових умовах. Модель ТО – ВЕ формує стратегічні напрямки, після чого пропонує методи та інструменти для покриття вартісного розриву, з метою максимізації вартості підприємства

4. РОЗРОБКА НАПРЯМКІВ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ ХАРЧОВОЇ ГАЛУЗІ (НА ПРИКЛАДІ KERNEL HOLDING S.A.)

4.1. Рекомендації щодо удосконалення оцінювання вартості підприємства з використанням доходного підходу

Найпоширенішим на практиці методом оцінки вартості підприємства є дохідний підхід. Дохідний підхід ґрунтується на аналізі грошових потоків і/або визначенні економічного прибутку. За суттю дохідний підхід відображає ефективність і період повернення інвестицій, ураховуючи альтернативну вартість використання капіталу й премії за ризик, і зорієнтований на задоволення потреб власників підприємства (акціонерів, венчурних та інституціональних інвесторів) у збільшенні капіталу.

В межах цього підходу виокремлюють два основні методи:
дисконтування грошових потоків (Discounted Cash-flow, DCF);
визначення капіталізованої вартості доходів.

Згідно з методом дисконтування грошових потоків вартість об'єкта оцінювання прирівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків або дивідендів, які можна отримати в результаті володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів.

При оцінці вартості підприємства за цим підходом дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку, а використовується лише інформація про здатність активів генерувати доходи. Такий методологічний підхід за своєю природою є однотипним з методологією оцінки доцільності інвестицій на базі концепції зміни вартості грошей у часі.

Метод дисконтування грошових потоків (DCF) побудований на концепції теперішньої вартості майбутнього грошового потоку (Cash-flow) оцінюваного підприємства в розрізі окремих періодів.

Згідно з методом дисконтування грошових потоків вартість об'єкта оцінки прирівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків або дивідендів, які можна отримати в результаті володіння

підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів.

Виокремлюють два підходи: Enterprise Value (брутто-вартість - на базі сукупного капіталу) та Equity Value (нетто-вартість – на базі власного капіталу). У нашому випадку структура капіталу підприємства є задовільною і воно не перевантажене боргами, тому використовуємо брутто - підхід. Якби баланс підприємства було переобтяжено боргами, то об'єктивність оцінки забезпечувалася використанням Equity-підходу [8].

Отже, застосувавши ставку дисконтування до прогнозної суми чистого грошового потоку за окремі періоди, отримуємо вартість підприємства (брутто). Різниця між цією вартістю та сумою позичкового капіталу відповідає чистій вартості підприємства (нетто).

Ринкова вартість власного капіталу дорівнює ринковій ціні корпоративних прав оцінюваного підприємства, тобто ціні, за яку його можна продати. Для здійснення розрахунків цим методом нам слід визначитися з чотирма базовими величинами:

1. Часовий горизонт, на який поширюватимуться розрахунки.
2. Обсяг очікуваного грошового потоку у розрізі окремих прогнозних періодів.
3. Ставка дисконтування, яку слід використовувати для приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості.
4. Залишкова вартість підприємства.

Вибір прогнозного горизонту, який враховується при оцінці вартості підприємства, значною мірою залежить від цілей оцінки. На практиці виходять з періоду корисної експлуатації об'єкта.

У загальному вигляді оцінка вартості підприємства включає наступні етапи: укладання договору на проведення оцінки вартості підприємства; збір вихідної інформації про об'єкт оцінки; вибір та обґрунтування методології оцінки; застосування методичних підходів, методів та оцінних процедур; проведення аудиторської перевірки та інвентаризації майна (якщо це передбачено законодавством чи обраним методологічним підходом); узгодження результатів оцінки, отриманих із застосуванням різних методичних підходів і методів оцінки; складання звіту про оцінку підприємства та висновку про вартість об'єкта оцінки на дату оцінки; затвердження результатів оцінки; рецензування звіту про оцінку.

Для оцінки вартості підприємства на базі DCF найдоцільнішим є використання показника чистого грошового потоку, який характеризує сумарну величину чистих грошових потоків підприємства в результаті операційної та інвестиційної діяльності. Зрозуміло, що прогнозні показники FCF повинні ґрунтуватися на прогнозних звітах про фінансові результати та прогнозних показниках балансу. Очікувані доходи будемо обчислювати з урахуванням особливостей діяльності підприємства, перспектив його розвитку, галузевої специфіки та ряду інших економічних факторів.

Окремими вітчизняними методиками рекомендується помилковий підхід, згідно з яким за базу для дисконтування пропонується брати чистий грошовий потік по підприємству від усіх видів діяльності - операційної, інвестиційної та фінансової. Саме останній показник зумовлює хибність розрахунків, оскільки фінансовий грошовий потік визначається з урахуванням виплати дивідендів, повернення внесків інвесторів тощо. Для дисконтування ж слід приймати саме величину грошового потоку, на яку можуть претендувати інвестори, що й характеризується показником FCF [12].

Згідно з запропонованою методологією, пропонується проводити оцінку вартості підприємства дохідним методом в наступні етапи [102;103]:

визначення прогнозного часового горизонту та прогнозування Звіту про фінансовий результат та Звіту про фінансовий стан на основі аналізу історичних перетворень підприємства;

розрахунок необхідності в капітальних інвестиціях з метою визначення достатності основних засобів генерувати операційний прибуток;

розрахунок нормативного значення робочого капіталу (різниця між нормативним прогнозним та історичним значеннями) з метою визначення достатності оборотних коштів для обслуговування операційної діяльності;

виведення значення чистого боргу, з метою виявлення наявних зобов'язань які зменшують вартість акціонерного капіталу;

розрахунок майбутніх грошових потоків (FCFF) для визначеного часового горизонту на основі вищевказаної інформації;

визначення ставки дисконтування для вільних грошових потоків методом середньозваженої вартості капіталу (WACC), з метою приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості з урахуванням зміни вартості грошей у часі;

дисконтування грошових потоків та визначення пост прогнозної вартості підприємства на основі моделі Гордона (Terminal Value), виведення підприємства (Enterprise Value) ;

розрахунок вартості акціонерного капіталу (Equity Value) та визначення справедливої вартості акції;

формування висновків та рекомендацій на основі проведених розрахунків.

Інформаційною основою дохідної групи методів є прогнози грошових потоків, що генеруються або всім інвестованим капіталом, або власним капіталом. Крім того, за кордоном виділяють третій метод для грошових потоків на всі активи компанії. В рамках цього методу потік збільшується на суму податкового щита, що виникає в результаті виплати відсотків по боргах. Природно, що при цьому податковий щит не враховується в розрахунку середньозваженої вартості капіталу.

Прогнозні показники FCF повинні ґрунтуватися на прогнозних звітах про фінансові результати та прогнозних показниках балансу. Очікувані доходи будемо обчислювати з урахуванням особливостей діяльності підприємства, перспектив його розвитку, галузевої специфіки та ряду інших економічних факторів [100].

Чистий грошовий потік для всієї фірми розраховується за формулою (4.1):

$$FCFF = EBIT (1 - T) - (CAPEX - D) - DNCWC, \quad (4.1)$$

де EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – прибуток до виплати відсотків за зобов'язаннями і до виплати податків;

T – ставка податку;

CAPEX (Capital Expenditures) – капітальні витрати;

D – амортизація;

NCWC (non-cash working capital) – зміна величини негрошової частини оборотного капіталу.

Важливим етапом в оцінці вартості підприємства є визначення ставки дисконтування. Ставка дисконту характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на

момент оцінки. Вона враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою. Ставку дисконтування для цілей оцінки вартості підприємства рекомендується розраховувати на основі використання моделі середньозваженої вартості капіталу (WACC) [101] (4.2).

$$WACC = k_e * \left(\frac{E_f}{E_f + D_f} \right) + k_d * (1 - T) * \left(\frac{D_f}{E_f + D_f} \right), \quad (4.2)$$

де WACC (Weighted Average Cost of Capital) – середньозважена вартість капіталу;

K_E – вартість акціонерного капіталу

K_D – вартість обслуговування боргу;

E_F – ринкова вартість акціонерного капіталу;

D_F – ринкова вартість боргу.

Вартість власного капіталу є узагальнюючим показником ціни залучення власних коштів. Цей показник, з одного боку, характеризує розмір плати підприємства за використання власних фінансових ресурсів. З іншого боку, вартість власного капіталу визначає рівень очікуваної дохідності постачальників власного капіталу від вкладень у дане підприємство. Вартість залучення власного капіталу пропонується розраховувати за формулою моделі оцінки капітальних активів (CAPM) [107] (4.3):

$$K_e(CAPM) = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SP + CRP + FXRP \quad (4.3)$$

де R_f – безризикова процентна ставка;

β – бета-коефіцієнт, що служить мірою систематичного ризику;

R_m – середньоринкова історична дохідність;

SP – премія за розмір підприємства;

CRP – премія за ризики країни;

$FXRP$ – премія за валютні ризики.

Наступним етапом моделювання є визначення Термінальної вартості компанії (Terminal Value) – вартості компанії у пост-прогнозний період.

Формула термінальної вартості була запропонована економістом М. Дж. Гордоном (4.4):

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCFF}_t * (1 + g)}{(\text{WACC} - g)} \quad (4.4)$$

де FCFF_t – вільний грошовий потік в останній рік прогнозного періоду;
 g – пост прогнозний постійний темп росту;

Згідно з концепцією методу дисконтування грошових потоків, вартість підприємства дорівнює сумі теперішній вартості грошових потоків у прогнозованому періоді, а також вартості підприємства у пост-прогнозованому періоді.

$$\text{Enterprise value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \text{TV} \quad (4.5)$$

де Enterprise value - ринкова вартість компанії.

FCFF_t – грошовий потік за t-й період дисконтування протягом прогнозного періоду володіння об'єктом;

WACC – середньозважена вартість капіталу;

TV – термінальна вартість (Terminal Value).

На основі технології оцінювання вартості бізнесу підприємств проведемо оцінку вартості Kernel Holding S.A. на основі доходного підходу. Наведено розрахунки вартості компанії Kernel Holding S.A. при наявності наступних даних за останній звітний період (Додаток А) [73].

Вибір прогнозного горизонту, який враховується при оцінці вартості підприємства, значною мірою залежить від цілей оцінки. З теоретичного погляду цей період може бути безкінечним, однак на практиці виходять з періоду корисної експлуатації об'єкта. Якщо оцінка здійснюється в рамках прийняття рішення про тимчасове вкладення капіталу в підприємство (довгострокові позики чи інвестування коштів у корпоративні права), то прогнозований період збігатиметься зі строками, на які кошти планується

вкладати у підприємство. Якщо ж строк інвестування є невизначеним, то прогнозний горизонт поширюватиметься до моменту повної стабілізації діяльності та доходів підприємства [72].

Для оцінки вартості підприємства на базі методу дисконтування грошових потоків (DCF) найдоцільніше є використання показника Чистого грошового потоку (Free Cash-flow to firm), який характеризує сумарну величину чистих грошових потоків підприємства в результаті операційної та інвестиційної діяльності. Зрозуміло, що прогнозні показники FCF повинні ґрунтуватися на прогнозних звітах про фінансові результати та прогнозних показниках балансу. Очікувані доходи слід обчислювати з урахуванням особливостей діяльності підприємства, перспектив його розвитку, галузевої специфіки та ряду інших економічних факторів.

Розрахунок вартості підприємства методом дисконтування майбутніх грошових потоків здійснюватиметься у валюті представлення звіту та у валюті вхідних грошових потоків (долар США), що є необхідною умовою забезпечення об'єктивності проведення оцінки [65].

У Додатку В приведено прогнозований Звіт про фінансовий результат Kernel Holding S.A. Часовий горизонт для побудови фінансової моделі оцінки вартості підприємства становить 5 років. Для побудови прогнозу використано річний фінансовий звіт холдингової компанії, а також припущення менеджменту компанії щодо майбутнього зростання, розширення ринків збуту, підвищення вартості ціни на агропродукцію а також рівень споживчої інфляції:

приріст чистого доходу від реалізації товарів, робіт та послуг у 2018 році становитиме 7% у порівнянні з 2017, та 5% у 2019 у порівнянні з 2018 роком. На наступні роки менеджмент прогнозує стабільний приріст чистого доходу від реалізації у розмірі 3% до попереднього року, що відображає базовий сценарій розвитку економіки країни та попиту на продукцію;

прогнозування собівартості реалізованої продукції визначається на основі зростання чистого доходу від реалізації;

інші доходи і витрати прогнозуються відповідно до їх середньої частки у відношенні до чистого доходу від реалізації на протязі 2015, 2016 та 2017 років, чи згідно до специфічних поглядів менеджменту на зростання/зниження відповідної строки Звіту про фінансовий результат;

розрахунок грошового потоку передбачає прогнозування капітальних інвестицій, оборотного капіталу та зміни фінансових зобов'язань. Прогноз капітальних інвестицій залежить від стратегії менеджменту та потреб виробництва у збільшенні основних фондів. Згідно із припущеннями менеджменту капітальні інвестиції будуть фінансуватися на рівні 8% відсотків від Чистого доходу від реалізації відповідного періоду через амбіційні плани менеджменту по будівництву нового терміналу та оновленню основних засобів. На амортизаційні відрахування планується приріст близько 3% до попереднього року на протязі всього горизонту планування. Прогнозування капітальних інвестицій та амортизаційних відрахувань наведено у Додатку Г.

Зміни оборотного капіталу залежать в основному від приросту чистого доходу від реалізації продукції та оборотності дебіторської та кредиторської заборгованості. Прогноз здійснюється, виходячи з постатейного планування окремих показників балансу в прогнозний період на підставі ретроспективних показників (коефіцієнти оборотності запасів, дебіторської заборгованості, кредиторської заборгованості та інших оборотних активів/пасивів) оцінюваної компанії та інших компаній галузі. Після побудови прогнозних балансів визначається власний оборотний капітал для кожного прогнозного року, потім на підставі отриманих даних розраховується зміна власного оборотного капіталу, що фіксується в грошовому потоці [96, с. 123].

Прогнозування зміни в робочому (оборотному) капіталі наведено у Додатку Г.

Зміна фінансових зобов'язань – показник розраховується на основі графіка погашень кредитів фірми та стратегії менеджменту по залученню додаткових боргових інструментів.

Згідно із припущеннями менеджменту капітальні інвестиції будуть фінансуватися на рівні фіксованого відсотку від Собівартості реалізованої продукції відповідного періоду (поточні забезпечення та інші поточні зобов'язання), на рівні фіксованого відсотку від Чистого доходу від реалізації продукції (грошові кошти), а також на нормальному рівні для фінансування довгострокових активів (Інші довгострокові зобов'язання).

Прогнозування чистого боргового навантаження наведено у Додатку В.

Відповідно до проведених розрахунків та прогнозів, необхідно визначити вільний грошовий потік для усього часового горизонту, відповідно до формули 4.1. Так, для прикладу, чистий грошовий потік у 2019 році прогнозований на рівні 110,300 тис. дол.

Ставку дисконтування для цілей оцінки вартості підприємства рекомендується розраховувати на основі використання моделі середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Ставка дисконту характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки. Вона враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою.

Для визначення вартості залучення власного капіталу використовується моделі оцінки фінансових активів CAPM. Даний підхід розраховує вартість власного капіталу як функцію систематичного ризику, безризикової ставки та очікуваної ринкової дохідності [27].

Безризикову процентну ставку визначають на основі процентних ставок за державними борговими зобов'язаннями, які в країнах з розвинутою ринковою економікою є практично безризиковими інвестиціями. Частіше основою для розрахунку такої ставки є процентні ставки за довгостроковими державними цінними паперами. В рамках оцінки вартості Kernel Holding S.A. автором було запропоновано використання 10-річних казначейських облігацій США з терміном погашення 20 років та дохідністю 3.20%

Для оцінки очікуваної середньо ринкової дохідності використовують дані щодо дохідності ринкового портфеля за минулі роки з подальшою оцінкою очікуваної в майбутньому середньо ринкової дохідності. Ринковим портфелем виступає сукупність акцій, що входять до бази того чи іншого фондового індексу. При виборі індексу для оцінки середньо ринкової дохідності частіше використовують індекси, які мають значну базу, тобто розраховуються на основі акцій багатьох корпорацій, оскільки чим більшу кількість акцій використано для розрахунку, тим об'єктивнішою та повнішою буде вихідна інформація. Для визначення ризику, пов'язаного з інвестуванням в акції, у порівнянні з казначейськими облігаціями США, ми використовуємо статистичні дані про дохідність фондового індексу S&P 500. Його історична дохідність з вирахуванням безризикової ставки дохідності склала 4.5% .

В якості міри систематичного ризику в CAPM використовується показник β (бета), що характеризує чутливість фінансового активу до змін ринкової дохідності. Знаючи показник β активу, можна кількісно оцінити величину ризику, пов'язаного з ціновими змінами всього ринку в цілому. Чим більше значення β акції, тим сильніше зростає її ціна при загальному зростанні ринку, а й навпаки - акції компанії з великими позитивними β сильніше падають при падінні ринку в цілому. Використовуючи дослідження проф. Дамодарана галузевий коефіцієнт бета для компаній аграрного сектору становить 1,1863.

Основні припущення для моделі CAPM та WACC були взяті з офіційних джерел та фінансових агрегаторів, а саме [106; 109] :

премія за ризик країни (Bloomberg) – 4.3%;

премія за розмір (Ibboston) – 3.99%;

ставка податку на прибуток (Податковий кодекс України) – 18%;

премія за валютний ризик (Bloomberg) – 3%.

Для розрахунку вартості боргу була використана дохідність за безкупонними 10-річними облігаціями Kernel Holding S.A. у розмірі 7.18%.

Розрахунок ставки дисконтування методом середньозваженої вартості капіталу наведена у Додатку Д.

Згідно із проведеними розрахунками ставка дисконтування відповідно до методу середньозваженої вартості капіталу (WACC) для Kernel Holding S.A. становить 16%.

Наступним етапом моделювання є дисконтування прогнозованих майбутніх грошових потоків на розраховану ставку дисконтування методом середньозваженої вартості капіталу (WACC) та визначення Термінальної вартості компанії (Terminal Value). Для кожне розрахункове значення Чистого грошового потоку приводиться до теперішньої вартості.

Формула термінальної вартості була запропонована економістом М. Дж. Гордоном. Модель базується на припущенні про те, що з дати оцінки протягом досить тривалого проміжку часу дохід, що буде приносити власнику об'єкт оцінки та використовуватиметься для визначення вартості об'єкта шляхом капіталізації, змінюватиметься від періоду до періоду за законом геометричної прогресії (відносний темп зростання доходу від періоду до періоду має постійне значення).

Основні припущенні моделі росту Гордона:

безперервне зростання на прогнозний період становить 3% та відповідає довгостроковому прогнозу інфляції в США;

ставка дисконтування (WACC) незмінна у пост прогнозному періоді та становить 16%.

Розрахунок майбутніх вільних грошових потоків та термінальної вартості дисконтованих грошових потоків приведено у табл. 4.1.

Таблиця 4.1

Розрахунок майбутніх вільних грошових потоків та термінальної вартості дисконтованих грошових потоків (тис. дол. США)

Стандартизована назва показника	2018	2019	2020	2021	2022
Фінансовий результат від операційної діяльності	311,421	349,469	377,994	406,114	433,912
Нараховані податки	(56,056)	(62,904)	(68,039)	(73,101)	(78,104)
Капітальні витрати	(185,660)	(194,944)	(200,792)	(206,816)	(213,020)
Коригування на амортизацію	55,764	57,437	59,160	60,935	62,763
Приріст в робочому капіталі	(26,283)	(38,759)	(24,418)	(25,150)	(25,905)
Чистий грошовий потік для підприємства	99,186	110,300	143,906	161,983	179,646
Термінальна вартість дисконтованих грошових потоків	1,408,689				

Розрахунок вартості підприємства (Enterprise value), вартості власного капіталу (Equity Value) та вартості акції (Implied share price) наведена у табл. 4.2.

Підсумкова вартість за методом дисконтування грошових потоків для всієї фірми виходить підсумовуванням отриманих дисконтування грошових потоків за прогнозний та постпрогнозний періоди.

$$\text{Enterprise Value} = 433,138 + 1,408,689 = 1,841,827 \text{ тис. дол. США}$$

$$\text{Enterprise Value в грн.} = 1,841,827 * 28.067 = 51,694,964 \text{ тис. грн.}$$

Розрахунок Equity Value, Enterprise Value та Implied share price для
Kernel Holding S.A.

Нестандартизована назва показника	Стандартизована назва показника	Значення показника, тис. дол.
Enterprise Value	Сукупна вартість підприємства, тис. дол.	1,841,827
Net debt	Вартість чистого боргу, тис. дол.	(373,137)
Minority interest	Вартість міноритарного пакету, тис.дол.	(4,581)
Equity Value	Ринкова вартість власного капіталу, тис.дол.	1,464,108
Number of share outstanding	Кількість акцій в обігу, шт.	80,338,776
Implied share price, USD	Розрахована вартість акцій на 08/10/2018, дол	18

За результатами розрахунку вартість компанії Kernel Holding S.A. склала 1,841,827 тис. дол. Від розрахованої вартості підприємства віднімаємо вартість міноритарного пакету акцій та суму чистого боргу, для встановлення вартості власного капіталу (Equity Value).

$$\text{Equity Value} = 1,841,827 - 373,137 - 4,581 = 1,464,108 \text{ тис. дол.}$$

$$\text{Equity Value у грн.} = 1,464,108 * 28.067 = 41,093,457 \text{ тис. грн.}$$

За результатами проведених розрахунків у табл. 4.2 видно, що розрахована ціна акції Kernel Holding S.A. становить 18 дол. США і є вищою, ніж поточна ринкова ціна акції – 12,5 дол. США - на 69,4%, отже, вартість компанії на ринку є недооціненою і, враховуючи такі результати варто було б вкладати кошти в дану компанію (для потенційних інвесторів) чи проводити викуп акцій (для менеджменту та акціонерів).

Проведене дослідження дозволяє сформулювати висновки щодо справедливої ринкової вартості підприємства та його власного капіталу, для подальшої побудови моделі вартісного управління. Проте, на думку автора, використання лише дохідного методу не враховує поточний стан та настрої ринку та інвесторів, що призведе до неточностей розрахунків. Лише комплексна оцінка з використанням сукупності методів оцінки вартості підприємства зможе дати ефективний результат для прийняття інвестиційних та управлінських рішень [6].

Тому у табл. 4.3 здійснено узагальнення проведених розрахунків вартості аналізованого підприємства Kernel Holding S.A. Відповідно до загальноприйнятої практики, метод дисконтування грошових потоків є більш достовірним при розрахунку вартості підприємств з малорозвиненим фондовим ринком, тому відповідно до методики А. Дамодарана [102] частка вартості, розрахованої дохідним методом у зваженій вартості підприємства становитиме 75 %, відповідно частка вартості за порівняльним методом – 25%.

Таблиця 4.3

Узагальнені розрахункові значення вартості Kernel Holding S.A

Метод визначення вартості бізнесу	Сума, тис. грн.
Вартість власного капіталу, розрахована за методом дисконтування грошових потоків (DCF) для фірми	41,093,457
Вартість власного капіталу, розрахована за порівняльним методом	35,623,185
Зважена вартість власного капіталу	39,725,889
Вартість 1 акції, грн.	494.48
Вартість підприємства, розрахована за методом дисконтування грошових потоків (DCF) для фірми	51,694,964
Вартість підприємства, розрахована за порівняльним методом	47,280,415
Зважена вартість підприємства	50,591,327

За даними табл. 4.3 автором встановлено, що отримані результати оцінки вартості Kernel Holding S.A. відрізняються, що пов'язано з методологічними особливостями окремих методів оцінювання вартості бізнесу компанії. Розрахована зважена вартість підприємства дорівнює 50,591,327 тис. грн.

Однією з основних проблем, що виникає при використанні дохідного підходу, є прогноз майбутніх доходів. Для розрахунку величини вартості бізнесу в межах дохідного підходу дуже важливим є отримання достатньо точних даних щодо майбутніх доходів підприємства. Як правило, основним джерелом такої інформації є бізнес-плани, які розробляють підприємства. Часто цей документ значною мірою має рекламний характер. Тобто на підставі такого документа не завжди можна зробити об'єктивні висновки щодо реальних майбутніх грошових потоків підприємства, які є основою для визначення обґрунтованої величини вартості бізнесу [99].

Проте, на думку автора, вагомою перевагою використання доходного підходу є можливість проведення комплексної системної оцінки, коли потрібно оцінити не окремі об'єкти, а повністю весь майновий комплекс.

Варто зазначити, що оцінка вартості підприємства повинна, перш за все, починатися з обґрунтування цілей її проведення, обрання підходу і методу для розрахунку необхідного виду вартості. Для більш об'єктивної оцінки слід використовувати декілька підходів і методів, проводячи їх подальше зіставлення для отримання інтегральної оцінки. Слід також звернути увагу на вигоди і витрати, пов'язані з пошуком інформації для розрахунків, оперативність і трудові витрати для проведення оцінки.

Найчастіше для оцінки вартості бізнесу саме в Україні використовується дохідний підхід [87, с. 147-150], але іноді буває вигідніше застосувати майновий чи порівняльний підхід, або всі підходи разом. За умови наявності достатньої кількості часу варто застосовувати перевірку з використанням методичного підходу відмінного від того, що використовувався першим для розрахунку.

Результати дослідження дозволяють констатувати, що в умовах ринку для будь-якого підприємства динаміка оцінок вартості є одним з основних критеріїв якості управлінських рішень, що приймаються. Встановлено, що формування ринкової вартості підприємства перебуває під впливом таких чинників, як структура капіталу підприємства, середньозважена вартість капіталу та економічна додана вартість підприємства. Тому, можна стверджувати, що моніторинг та контроль за значенням ринкової вартості підприємства, в сучасних умовах господарювання, є певним способом боротьби за виживання в конкурентному середовищі.

4.2. Визначення детермінант зростання вартості Kernel Holding S.A.

Як засвідчує передова зарубіжна практика, критерій оцінки вартості підприємства має бути не лише узагальнюючим показником оцінки поточної діяльності підприємства за обмежений період часу, а, перш за все, цільовим критерієм вартості підприємства в довгостроковій перспективі. такого інструменту, як показник економічної доданої вартості.

Дослідження ключових факторів зростання вартості підприємства складний процес, що має свої особливості:

фактори вартості є динамічними, і їх періодично треба переглядати; фактори не можна розглядати ізольовано один від одного, оскільки вони тісно взаємопов'язані між собою;

у процесі управління важливо знати як зі зміною одного фактора змінюватиметься ринкова вартість підприємства (аналіз чутливості).

Вплив факторів вартості повинен оцінюватися у вигляді ключових показників діяльності, які, у свою чергу вбудовані в збалансовану систему показників з метою досягнення оптимального балансу між чинниками вартості [7].

Під драйверами вартості підприємства харчової галузі будемо розуміти критичні фактори, що здійснюють вплив на компоненти вартості та їх формування, безпосередньо визначаються і залежні від прийнятих управлінських рішень, а також сприяють аналізу та контролю процесу створення вартості. Традиційно фактори вартості визначаються розкладанням показників, використовуваних при розрахунку вартості компанії, на окремі складові. Подібний процес може бути відображений за допомогою «дерева» з різними рівнями деталізації. Тут дуже важливо встановити підпорядкованість показників, що впливають на вартість компанії.

Як відзначає С. А. Казанцева [33], знати фактори вартості важливо з двох причин. По-перше, підприємство не може працювати безпосередньо з вартістю. По-друге, власне ці фактори вартості допомагають менеджерам вищого ешелону зрозуміти, що відбувається на всіх інших рівнях підприємства, і донести до них свої плани та наміри. У зв'язку з цим вважаємо, що пріоритетним рішенням при побудові ефективної системи управління вартістю підприємства є рішення про вибір ключових факторів вартості та ключових критеріїв результативності, тобто тих елементів повсякденних операцій і стратегічних рішень, які найбільше впливають на вартість компанії.

Вибір драйвера певного значення в залежності від горизонту планування, а також цілей, що необхідно досягти для тестування, підтримання та зміцнення кожного з драйверів. Драйвери, а також методи їх

застосування повинні відрізнятися від компанії до компанії, відображаючи різні галузі та прагнення кожної компанії

Дерево драйверів вартості, що представлена на рис. 4.1, демонструє, як короткострокові, середні та довгострокові драйвери впливають на фінансові та нефінансові показники. На рис. 4.1 також розкрито сутність короткострокових драйверів вартості, середньо- і довгострокових драйверів вартості [104].



Рис. 4.1. Концепція визначення основних детермінант вартості компанії, запропонована компанією McKinsey

Серед детермінант зростання вартості консультанти McKinsey виділяють: фактори забезпечення довгострокового зростання, дохідність на інвестований капітал та середньозважена вартість капіталу.

Згідно з концепцією визначення основних детермінант вартості компанії, короткотермінові драйвери можуть бути представлені трьома категоріями: ефективність продажів, ефективність формування собівартості

та структура капіталу та ефективність його використання.

Ефективність продажів, що відстежується такими категоріями як ціна продажу та кількість проданих товарів, частка на ринку, здатність компанії виставляти більш високі ціни порівняно з конкурентами (компаніями-аналогами), продуктивності продажів, а для роздрібних продаж - зростання продажів на одному магазині порівняно із зростанням у нових магазинах.

Показники ефективності витрат основної діяльності, як правило, є драйверами собівартості а також інших операційних витрат.

Продуктивність капіталу визначає, наскільки добре компанія використовує оборотний капітал (запаси, дебіторську заборгованість та кредиторську заборгованість) та його основні засоби та обладнання.

Досягнення середньострокових драйверів припускає, що компанія зможе підтримувати та покращувати своє зростання та ROIC протягом найближчих одного-п'яти років. Середньострокові драйвери вартості діляться на три категорії:

показники комерційного здоров'я показують, чи може компанія підтримувати або покращити свій поточний приріст доходу. Ці показники включають продуктивний асортимент компанії (технологію для випуску нових продуктів на ринок), сила бренду та задоволення клієнтів;

показники, що оцінюють структуру формування собівартості вимірюють здатність компанії управляти своїми витратами по відношенню до конкурентів на часовому проміжку від трьох до п'яти років;

стан та структура активів визначають, наскільки ефективно компанія використовує та розвиває свої активи, на скільки активи є зношеними та чи достатньо їх для підтримки довгострокового зростання.

Метрики для оцінки довгострокового стратегічного здоров'я характеризують здатність підприємства підтримувати свою операційну діяльність у довгостроковій перспективі та визначати і використовувати нові ніші для зростання.

Використання детермінант зростання вартості бізнесу має декілька переваг. По-перше, якщо менеджери знають відносний вплив драйверів вартості своєї компанії на довгострокове створення вартості, вони зможуть надавати перевагу критично важливому драйверу зі зменшенням уваги до менш важливого драйверу. Значення такого вибору є доволі суттєвим, так: збільшення інвестицій у довгостроковій перспективі призведе до скорочення

короткострокових доходів, оскільки витрати на управління пов'язані з деякими витратами, такими як дослідження або реклама, у рік їх виникнення, а не рік, коли інвестиції почнуть приносити дохід [38].

На рис. 4.2 показано дерево детермінант вартості, розроблено автором для компанії Kernel Holding S.A.

Розроблена вартісно-орієнтована піраміда показників містить також елементи структурного аналізу, що проявляються зокрема при визначенні показника середньозважених витрат на капітал, котрий є важливим індикатором в системі управління вартістю хлібопекарського підприємства.

Простеживши порядок формування показника «Вартості підприємства», слід відмітити, що збільшення вартості підприємств харчової галузі базується на трьох основних факторах: забезпеченню довгострокового зростання, операційній ефективності, які визначають ROIC, та фінансовій політиці, що визначає структуру і вартість капіталу, тобто WACC. У свою чергу, зіставлення ROIC і WACC дозволяє оцінити динаміку вартості компанії. Управління вартістю капіталу (WACC) компанії харчової промисловості зводиться, як правило, до роботи з кредиторами по залученню більш дешевих позик і регулюванню структури капіталу.

Для компанії харчової галузі наслідком розуміння і коригування впливу драйверів вартості може стати гармонізація цільових установок і проходження стратегії нарощування внутрішньої вартості (intrinsic value), формування якої не залежить від ринкових оцінок підприємства, рейтингу його цінних паперів і очікувань широкого кола зацікавлених сторін щодо подальших перспектив діяльності. Однак, необхідно звернути увагу на той факт, що на рис. 4.2 представлені детермінанти зростання вартості, які будуть однакові для різних підприємств харчової галузі. У цілому вони не відображають суті конкретного бізнесу, тому не допоможуть в управлінні діяльністю, орієнтованою на конкретний результат. Отже, для кожного бізнесу потрібно будувати індивідуальну схему взаємозв'язку драйверів [42].

Кожен показник побудованого «Дерева детермінант вартості» має свою одиницю вимірювання і математичну формулу розрахунку. Відповідним чином, можна розкласти будь-який результат на драйвери аж до елементарних, які вже не діляться на складові і відображають конкретну функцію.

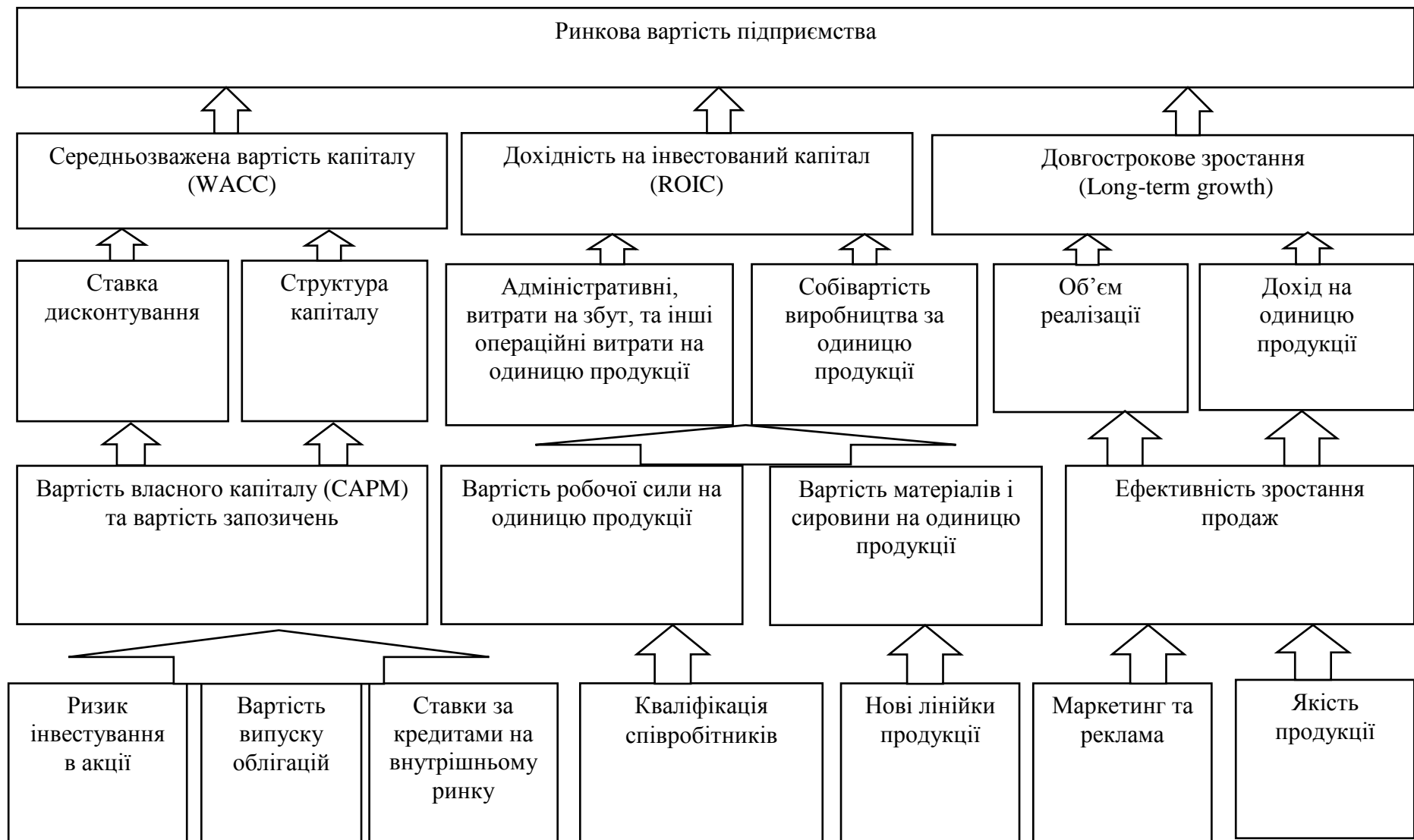


Рис. 4.2. Дерево детермінант зростання вартості Kernel Holding S.A. на основі концепції McKinsey

Варто відзначити, що при побудові системи зберігаються всі характеристики бюджету, проте його структура змінюється. Фінансовий аспект відходить на другий план, а на першому – виявляються показники і процеси, що формують результат. При цьому драйвери, що знаходяться на різних гілках «дерева», пов'язані між собою. Наприклад, є очевидним, що продуктивність обладнання, планові та позапланові простой обмежують обсяги виробництва і, відповідно реалізації. Кількість промозаходів знайде своє відображення в рівні комерційних витрат, а збільшення активної клієнтської бази – у витратах на оплату праці мотивованих на вирішення своїх завдань менеджерів.

Таким чином, для кожного бізнес-процесу через драйвери виділяються показники результативності та економічності. У даному випадку під результативністю ми розуміємо здатність досягати поставлених цілей, а під економічністю – раціонально витратити ресурси, необхідні для отримання результату.

Розроблену модель одночасно можна використовувати для побудови системи ключових показників ефективності та мотивації персоналу підприємств галузі. Ці показники у відповідності до процесної моделі розкладаються по відповідальним підрозділам і співробітникам (якщо з цим виникають труднощі, то скоріш за все організаційна структура не оптимальна і в ній є дублювання або «провисання» відповідальності) [45;61].

У результаті на виході отримуємо чітке розуміння внеску кожного процесу, підрозділу чи дивізіону корпоративної структури в підсумковий результат. Відповідно, змінюється й сама логіка планування. Таким чином, діяльність всіх підрозділів і співробітників стає орієнтованою на кінцевий результат – ринкова вартість підприємства. Якщо ж буде поставлена інша кінцева мета (наприклад, зростання частки ринку), то «цільова воронка» і драйвери управління результатом теж зміняться. При цьому операційна діяльність компанії та бізнес-процеси залишаться колишніми, однак, у них, будуть мати значення вже інші показники. Відповідно, співробітників потрібно буде мотивувати саме на них.

Відповідно до запропонованої концепції фактори вартості повинні узгоджуватися з відповідними показниками, на основі яких приймаються функціональні та оперативні управлінські рішення [36].

Щоб найкраще використовувати розуміння ключових драйверів вартості та захистити майбутнє здоров'я їх компаній, менеджери повинні погодитись з тим, як орієнтуватися на кожен з драйверів вартості. Цілі повинні бути як складними, так і реалістичними, щоб керівники могли взяти на себе відповідальність за їх виконання. Підприємства можуть визначати реалістичні можливості та цілі, вивчаючи продуктивність конкурентів світового класу за певною цінністю або та порівнювати їх з власним потенціалом. Крім того, керівники можуть дивитися на продуктивність високопродуктивних фірм з іншого, але подібного сектора.

На організаційному рівні нижче підрозділів або бізнес-підрозділів точне виділення ключових компонентів інвестованого капіталу та витрат може стати неможливим. У такому випадку показники продуктивності найкраще встановлюються з урахуванням окремих елементів показників продажів, операцій або показників продуктивності капіталу замість того, щоб повернути собі капітал. Звичайно, компанії повинні гарантувати, що цілі узгоджуються з рухом сукупної рентабельності інвестиційного капіталу бізнес-підрозділів та підрозділів, що охоплюють сегменти. У якийсь момент розширення частки ринку та продажів потребуватиме додаткової виробничої потужності. Наприклад, скорочення продажів в одному сегменті означатиме збільшення капіталу, виділеного на інші сегменти, навіть якщо їхні продажі будуть незмінними.

Вибираючи правильні показники ефективності, можна отримати нові уявлення про те, як компанія може покращити свою ефективність у майбутньому. Рис. 4.2 ілюструє найбільш важливі фактори створення вартості для Kernel Holding S.A.

Вибір ключових драйверів вартості повинен дозволити керівництву чітко визначити, як стратегія організації здатна створювати «вартість». Якщо неможливо представити який-небудь компонент стратегії за допомогою драйверів ключового значення або якщо який-небудь ключовий драйвер не використовується як будівельний блок у стратегії, тоді менеджери повинні переглянути дерево вартості. Аналогічно, менеджери повинні регулярно переглядати цілі, які вони встановлюють для кожного драйвера цінностей, оскільки бізнес-середовище постійно змінюється [43].

За допомогою методики пакету статистичних інструментів автором було запропоновано використання таблиць чутливості ринкової справедливої

ціни підприємства (розрахованої виключно на основі методу дисконтування грошових потоків) до найбільш вагомих факторів, що були визначені у роботі, а саме: ставки дисконтування грошових потоків (WACC), темпів зростання грошових потоків у пост прогнозному періоді та індексу цін виробників продукції харчової галузі (відповідно до базового сценарію, що закладений у прогнозі звіту про фінансовий результат) [75].

У табл. 4.4 та 4.5 представлено таблиці чутливості справедливої вартості підприємства до ставки дисконтування, темпу зростання грошових потоків та індексу цін виробників.

Таблиця 4.4

Таблиця чутливості вартості підприємства до ставки дисконтування та темпів зростання грошових потоків у постпрогнозному періоді (розраховано в MS Excel)

Показники	Ставка дисконтування (WACC), %					
		14%	15%	16%	17%	18%
Темпи зростання грошового потоку у постпрогнозному періоді, %	-3%	2,067,436	1,923,338	1,799,881	1,692,753	1,598,777
	-1%	2,110,063	1,962,995	1,836,992	1,727,655	1,631,741
	0%	2,131,377	1,982,823	1,855,547	1,745,106	1,648,224
	2%	2,174,005	2,022,479	1,892,658	1,780,008	1,681,188
	4%	2,216,632	2,062,136	1,929,769	1,814,910	1,714,153

Таблиця 4.5

Таблиця чутливості вартості підприємства до ставки дисконтування та індексу цін виробників продукції харчової галузі (розраховано в MS Excel)

Показники	Ставка дисконтування (WACC), %					
		14%	15%	16%	17%	18%
Індекс цін виробників продукції харчової галузі, відповідно до базового прогнозу, %	-3%	2,067,436	1,923,338	1,799,881	1,692,753	1,598,777
	-1%	2,110,063	1,962,995	1,836,992	1,727,655	1,631,741
	0%	2,131,377	1,982,823	1,841,827	1,745,106	1,648,224
	2%	2,174,005	2,022,479	1,892,658	1,780,008	1,681,188
	4%	2,216,632	2,062,136	1,929,769	1,814,910	1,714,153

За допомогою таблиць чутливості менеджмент здатен підготуватися до різних сценаріїв розвитку подій: зміни відсоткової ставки, зміни споживчої активності на ринку харчових продуктів, інфляції в цілому та зміни цін постачальників матеріалів, пального та сировини. При цьому на запропоновані детермінанти вартості, менеджмент не має прямого впливу, тобто не може контролювати зміни вартості в залежності від змін обраних факторів [49].

Проте має місце опосередкований вплив на кожний з цих факторів:

підвищення кредитного рейтингу та покращення фінансової безпеки, з метою зниження вартості запозичень та зваженої вартості капіталу;

капітальні інвестиції та інвестиції в технологічний розвиток (дослідження та розвиток) з метою оптимізації собівартості та збереженню конкурентної позиції у довгостроковій перспективі;

вихід на нові ринки збуту, диверсифікація асортименту, проте збереження основних напрямів діяльності з метою довгострокового приросту чистого доходу та грошового потоку;

стимулююча маркетингова та цінова політика з метою збільшення частки підприємства на ринку та збільшенню чистого доходу.;

залучення кваліфікованого персоналу та мотивація співробітників;

хеджування валютних грошових потоків з метою мінімізації валютних ризиків підприємства

Отже, підводячи підсумки, слід констатувати, що у результаті виділення та обґрунтування драйверів вартості підприємств харчової промисловості визначено перелік взаємопов'язаних випереджальних (орієнтованих на перспективу) індикаторів у вигляді дерева детермінант зростання вартості, що може бути використана як складова концепції управління вартістю у вітчизняному бізнесі, визначено основні фактори, що впливають на ринкову вартість, побудовано таблиці чутливості та запропоновано комплекс дій направлених на нейтралізацію негативного впливу з метою максимізації вартості.

Переваги запропонованого алгоритму побудови системи детермінантів вартості полягають у тому, що він:

ґрунтується на вартісно-орієнтованих показниках результативності;

побудований на вивченні взаємозв'язків між різними показниками діяльності, що виникають у результаті прийняття певного стратегічного рішення;

завдяки чіткій візуалізації та структурованості ключових індикаторів і факторів, котрі на них впливають, істотно полегшує процес прийняття рішень;

визначає зв'язок факторів першого рівня з показниками, що відображають ефективність діяльності та зміну складу активів і пасивів підприємства;

включає елементи, які дають змогу здійснювати моніторинг ліквідності й платоспроможності підприємств, а також – враховує ризики структури капіталу;

враховує критерій чутливості результативного показника вартості (у нашому дослідженні – це DCF);

є придатним до використання у процесі побудови системи ключових показників ефективності та мотивації персоналу підприємств харчової галузі.

Розроблена система детермінантів вартості може бути легко інтегрована св систему аналізу, стратегічного планування й контролю в аналізованому підприємстві (як складова стратегії управління вартістю), а також використовуватися зовнішніми інвесторами для аналітичного забезпечення прийняття фінансових рішень щодо інвестування в підприємства даної галузі.

4.3. Розробка системи стратегічних цілей та побудова стратегічної карти управління ринковою вартістю Kernel Holding S.A.

Управління ринковою вартістю підприємства харчової галузі має цілеспрямований характер, тобто передбачає досягнення поставлених цілей. Ціль підприємства можна окреслити як конкретний стан окремих характеристик підприємства, якого необхідно досягнути за певний період [4].

Формування цілей можна розглядати як встановлення параметрів очікуваного стану підприємства за певний проміжок часу з урахуванням змін зовнішнього середовища та потенціалу розвитку підприємства. Спершу

визначається основна ціль підприємства, наступний крок – розподіл на підцілі, які за необхідності теж розподіляються на наступні підцілі і так продовжується, поки не будуть достатньо чітко визначені джерела ресурсів для досягнення головної цілі.

При управлінні вартістю підприємства харчової галузі необхідно встановити систему цілей, яка є основою для формування методів досягнення цілей та побудови дерева організаційно-управлінських рішень [39].

Основна ідея побудови «Дерева цілей» – це декомпозиція. Не існує універсальних методів побудови «дерева цілей». Способи його побудови залежать від характеру місії, вибраного методологічного підходу, а також від того, хто розробляє «дерево цілей», як він уявляє собі поставлені перед ним завдання, як він бачить їхній взаємозв'язок. З інформації, що представлена на офіційному сайті Kernel Holding S.A. а також з результатів опитування менеджменту компанії було побудовано дерево цілей компанії

Дерево цілей Kernel Holding S.A., розроблене автором на основі отриманої інформації, представлено на рис. 4.3. Згідно з затвердженим бюджетом Kernel Holding S.A. на 2018-2020 роки основною стратегічною метою компанії є збільшення вартості підприємства протягом 2 років на 25%.

I рівень - стратегічні цілі, які відображають внутрішні цінності підприємства, яких дотримується вище керівництво підприємства. До них можна віднести - фінансові, організаційні, операційні, інноваційні, політичні маркетингові, функціональні, технічні цілі тощо.

II рівень – галузеві цілі. Визначення галузевих цілей здійснюється по напрямкам - положення на ринку, інновації, продуктивність, ресурси, доходність, управлінські аспекти, соціальна відповідальність, персонал.

III рівень - робочі цілі. Їх призначення - опис забезпечуваних умов, необхідних для досягнення результату. Це найбільш динамічні цілі, підлягають періодичному коригуванню, відповідно до змін у зовнішньому середовищі [94].

Для досягнення головної мети менеджменту підприємства автором запропоновано першочерговим завданням досягнення наступних операційних цілей:

зниження середньозваженої вартості капіталу до 13%;

зростання операційного прибутку на 15 % у порівнянні з базовим прогнозом;

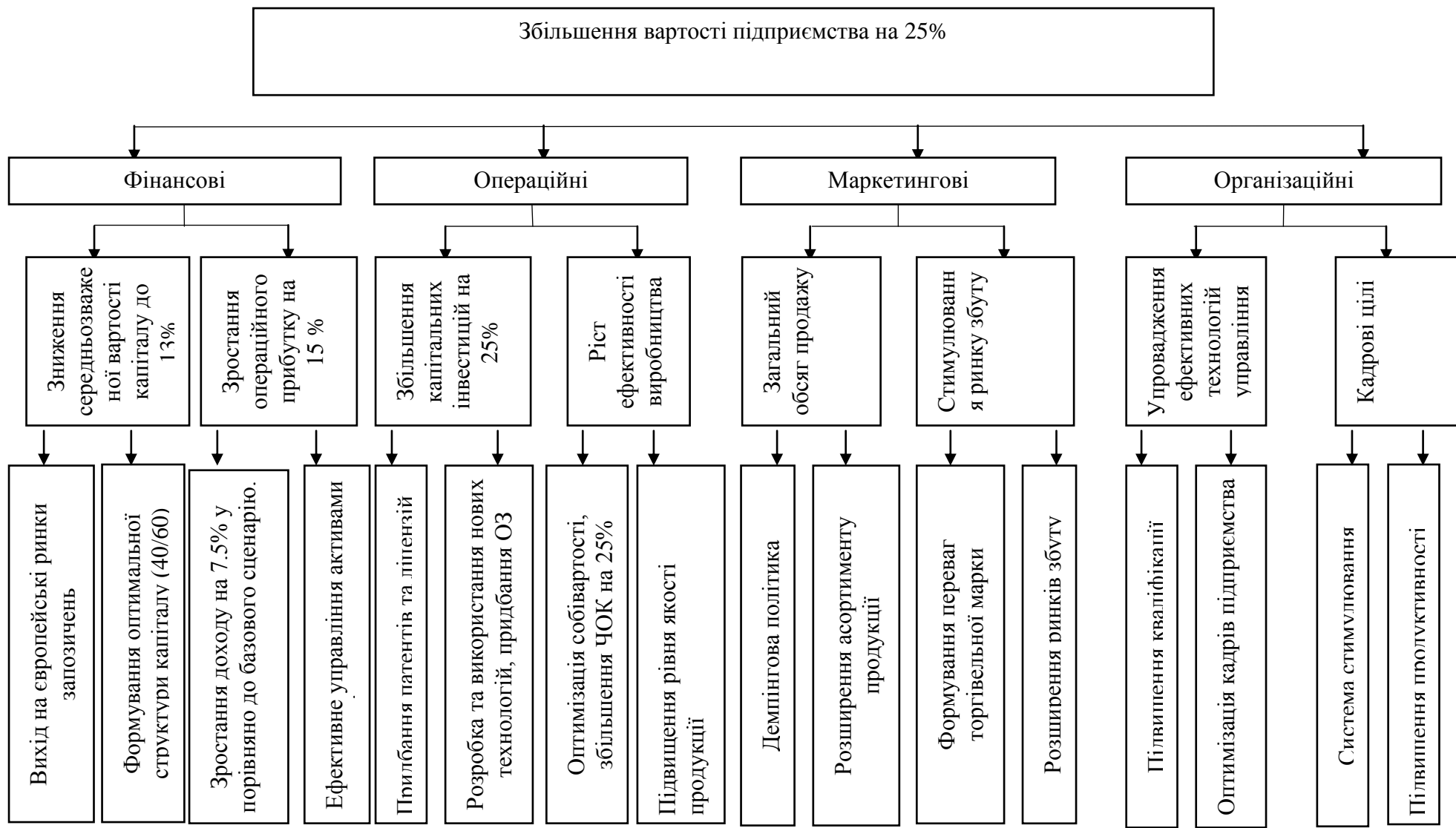


Рис. 4.3. Дерево стратегічних цілей Kernel Holding S.A.

збільшення капітальних інвестицій на 25% направлених на розширення та модернізація наявні мережі елеваторів з метою забезпечення зростання внутрішніх обсягів виробництва та експорту;

здійснення залучення кваліфікованих іноземних спеціалістів, з метою досягнення Європейського рівня якості виробництва

розширення ринків збуту на ринки нових країн, зокрема країн Європейського союзу, а також країн Прибалтики.

На основі дерева цілей підприємства пропонується побудувати комплекс стратегічних заходів направлених на максимізацію вартості Kernel Holding S.A. Основним завданням процесу формування та реалізації фінансової стратегії є створення на підприємстві необхідних передумов для здійснення фінансової підтримки його базової корпоративної стратегії, яка передбачається, й успішного досягнення кінцевих стратегічних цілей його фінансового розвитку.

Масштаби стратегічних змін фінансової діяльності підприємства залежать від досягнутого рівня організації цієї діяльності й фінансових відносин з партнерами, характеру джерел і глибини інформаційної бази прийняття управлінських фінансових рішень, ступеня інноваційності основних фінансових операцій і використовуваних фінансових інструментів, рівня організаційної культури фінансових менеджерів й інших внутрішньо організаційних параметрів. Залежно від рівня цих параметрів і цілей фінансового розвитку підприємство формує відповідну фінансову стратегію.

Проведене дослідження дає підстави сформулювати загальну модель фінансової стратегії управління вартістю підприємства з урахуванням особливостей його діяльності, яка має наступний вигляд (рис. 4.4) [53].

I блок. Науково - теоретичні аспекти формування фінансової стратегії.

Розробка будь-якої стратегії розвитку підприємства неможлива без дослідження теоретичного підґрунтя цієї проблеми. Розробка фінансової стратегії підприємства ґрунтується на принципах нової управлінської парадигми системи стратегічного управління.

Фінансова стратегія управління вартістю підприємства включає методи та практику максимізація вартості, формування фінансових ресурсів, їх планування та забезпечення фінансової стійкості підприємства за ринкових умов господарювання.



Рис. 4.4. Модель побудови стратегії управління вартістю Kernel Holding S.A.

Вона охоплює всі форми фінансової діяльності підприємства: забезпечення оптимальної структури капіталу, оптимізацію основних та оборотних засобів, формування та розподіл прибутку та інвестиційну політику.

Блок II. Аналіз фінансово-господарської діяльності фінансових можливостей підприємства.

Наступним етапом розробки фінансової стратегії управління вартістю Kernel Holding S.A. є ретельний аналіз і оцінка показників, які на нашу думку найбільш суттєво впливають на ефективність фінансової стратегії. Забезпечення оптимальної структури капіталу та підтримка зростання

грошових потоків, на думку автора, є критичними для забезпечення стійкого зростання вартості підприємства. Встановлення економічно - обґрунтованого співвідношення між власними та позиковими джерелами формування активів є одною з найважливіших умов підвищення ефективності функціонування підприємства.

Оцінка джерел формування активів досліджуваного підприємства свідчить, що збільшення частки власних активів та зменшення частки кредитів банку в джерелах формування оборотних активів, підвищує ефективність їх використання та рівень рентабельності підприємства.

Блок III. Основні напрямки формування фінансової управління вартістю стратегії Kernel Holding S.A.

Визначення основних драйверів вартості компанії (зростання, ризик, та рентабельність інвестованого капіталу).

Для максимізації вартості підприємства необхідно визначити фактори, що мають найбільший вплив на формування ринкової вартості підприємства. Як було визначено у розділі 4.2, основними драйверами максимізації вартості для Kernel Holding S.A. є:

ставка дисконтування, що визначає ризик інвестування в дане підприємство, його структуру капіталу та ринкові ставки у даний проміжок часу;

довгострокове зростання, що визначає можливість генерувати чистий дохід та грошові потоки у довгостроковому періоді;

дохідність на інвестований капітал, який служить основним критерієм інвестиційної привабливості для інвесторів, та відображає теперішню дохідність власникам та акціонерам, та становить вартісним критерієм для встановлених цілей менеджменту;

інші драйвери, що мають суттєвий сукупний вплив на ринкову вартість, проте є нематеріальними при окремому їх розгляді (капітальні інвестиції, чистий борг, чистий оборотний капітал) .

Відстеження стану аналогічних драйверів серед компаній-аналогів, з метою визначення конкурентного стану компанії на ринку.

Без порівняльної оцінки встановлення драйвери (детермінанти) вартості не мають суттєвого значення як для акціонерів, менеджменту так і для інвесторів. Визначені фактори максимізації вартості необхідно розглядати у порівнянні з розрахованими факторами для компаній-аналогів в

індустрії, географії та за розміром активів. Метою проведення такого аналізу є визначення конкурентного стану компанії у порівнянні з її конкурентами.

Крім того, менеджменту необхідно проводити порівняльний аналіз динаміки зміни факторів протягом встановленого періоду (5-10 років), для відстеження позитивних (негативних) динамік, що призводять до флуктуації ринкової вартості. Така процедура дозволить виявити ефективні чи недостатньо ефективні інструменти та методи, що використовувалися на протязі аналізованих періодів, та дозволить ввести коригування щодо їх імплементації.

Пріоритезація драйверів за їх впливом на ринкову вартість, вибір методів оптимізації драйверів. Необхідним елементом процесу формування фінансової стратегії управління вартістю Kernel Holding S.A. є визначення найбільш впливових факторів на ринкову вартість підприємства та ранжування факторів за їх внеском у формування вартості і зосередити увагу на тих, що впливають на вартість підприємства найбільшою мірою. Необхідність такої процедури полягає у високій динамічності факторів, їх статичності та мінливості.

Для встановлених найбільш вагових факторів вартості (ставка дисконтування, зростання грошових потоків, рівень інфляції, динамічність індустрії) необхідно розробити комплекс заходів направлених на покращення їх впливу на загальну ринкову вартість підприємства. При чому для кожного з факторів визначаються найбільш дієві методи досягнення цілі. Такими методами які автор пропонує менеджменту Kernel Holding S.A. є:

для підвищення чистого грошового потоку – такий метод полягає в зростанні виручки від реалізації продукції, зниженні витрат – як прямих, так і непрямих, а також – в підвищенні оборотності активів. Для мінімізації задіяних активів підприємства варто співпрацювати з найбільш надійними контрагентами, управляти дебіторською заборгованістю та рівнем запасів;

для підтримки довгострокового зростання – в перерозподілу капіталу між напрямками бізнесу за рівнем значимості та перспективності. Зауважимо, що при цьому необхідно стримувати зростання бізнесу, що вимагає більших вкладень капіталу, і інвестувати в напрямки, які вимагають менших коштів;

для мінімізації ставки дисконтування – вихід на європейські ринки запозичень боргу та капіталу, співпраця з кредитними рейтинговими

агентствами та міжнародними фінансовими організаціями.

Здійснення контролю за зміною у вартості компанії з метою покращення її довгострокового стану

Розроблений автором процес реалізації фінансової стратегії управління вартістю підприємства завершується здійсненням контролю за зміною у ринковій вартості підприємства з метою покращення її довгострокового стану, та прийняття управлінських рішень. Ці зміни покликані зорієнтувати внутрішньо-організаційну складову фінансового менеджменту підприємства на досягнення рівня, що відповідає новим вимогам і забезпечує можливість ефективної реалізації обраної фінансової стратегії максимізації вартості.

Так, через таку систему факторів впливу необхідно з'ясувати напрямок впливу зміни в різних типах витрат, ціноутворенні, обсягах реалізації на такі важливі індикатори як EBITDA та FCFE, що безпосередньо впливають на вартість підприємства. Окрім того, включення в дану схему NWC, що характеризує чистий робочий операційний капітал, дозволяє проводити моніторинг ключових індикаторів ліквідності підприємства, яким є показник NWC.

Виходячи з вище викладеного матеріалу сформуємо стратегію для Kernel Holding S.A., що відповідає поставленим цілям, та призведе до їх досягнення. Основну ціль (підвищення вартості підприємства на 25%), що сформована в «Дереві цілей» розкривають приведені нижче заходи:

зниження середньозваженої вартості капіталу до 13% за рахунок виходу на європейський ринок запозичень, випуск номінованих в євро корпоративних облігацій з можливістю конвертації в капітал обсягом в 300,000 тис. грн. під 8%, відмова від українських позикових коштів;

зростання операційного прибутку на 15% за рахунок збільшення обсягу виробництва та реалізації (на 7.5% зростання виручки), та оптимізації собівартості продукції у порівнянні з базовим прогнозом, модернізації обладнання, та зниження адміністративних витрат;

збільшення капітальних інвестицій на 25% до базового прогнозу, направлених на розширення та модернізацію наявних мереж елеваторів з метою забезпечення зростання внутрішніх обсягів виробництва та експорту [67; 68];

формування найбільш ефективної структури капіталу (40% власного та 60% позикового капіталу), що забезпечить формування оптимальної

середньозваженої вартості капіталу, за рахунок залучення більш дешевого джерела фінансування (закордонних інвестицій в облігації) .

Прогнозні та фактичні результати від імплементації стратегії зі збільшенням вартості підприємства приведені у табл. 4.6.

Таблиця 4.6

Ефект від імплементації фінансової стратегії для Kernel Holding S.A.

Показник	Фактичне значення	Значення після імплементації стратегії
Середньозважена вартість капіталу (WACC)	16%	13%
Операційний прибуток у 2019, тис. грн.	9,808,625	11,618,111
Капітальні інвестиції за період прогнозу, тис. грн.	28,101,787	35,127,233
Структура капіталу (власний капітал / зобов'язання)	58/42	40/60
Вартість підприємства, тис. грн.	50,591,327	64,618,713

Спираючись на сформовану стратегію, можна сформувати стратегічну карту управління вартістю Kernel Holding S.A., що приведена на рис. 4.5.

Розрахована вартість підприємства Kernel Holding S.A. становить 50591327 тис. грн. Прогнозована вартість від імплементації стратегії становить – 64618713 тис. грн, детальний розрахунок приведено ефекту від імплементації стратегії Додатку Е. Цей результат вдасться досягти за рахунок збільшення операційного прибутку підприємства до 35127233 тис. грн, а також зниження середньозваженої вартості капіталу до 13%., при вирівнюванні у структурі капіталу 40/60 (Додаток Е).

Розроблена на основі моделі побудови фінансової стратегії – стратегічна карта управління вартістю Kernel Holding S.A. дозволяє визначити методи досягнення основної цілі підприємства – збільшення вартості у розрізі основних складових: фінансової, операційної, маркетингової, організаційної. Отже, на нижньому рівні стратегічної карти, розташовується проекція «Організаційна складова», в межах якої визначено наступні методи досягнення цілі: підвищення рівня автоматизації, підвищення рівня кваліфікації персоналу, вдосконалення системи мотивації контролю та залучення кваліфікованих спеціалістів.

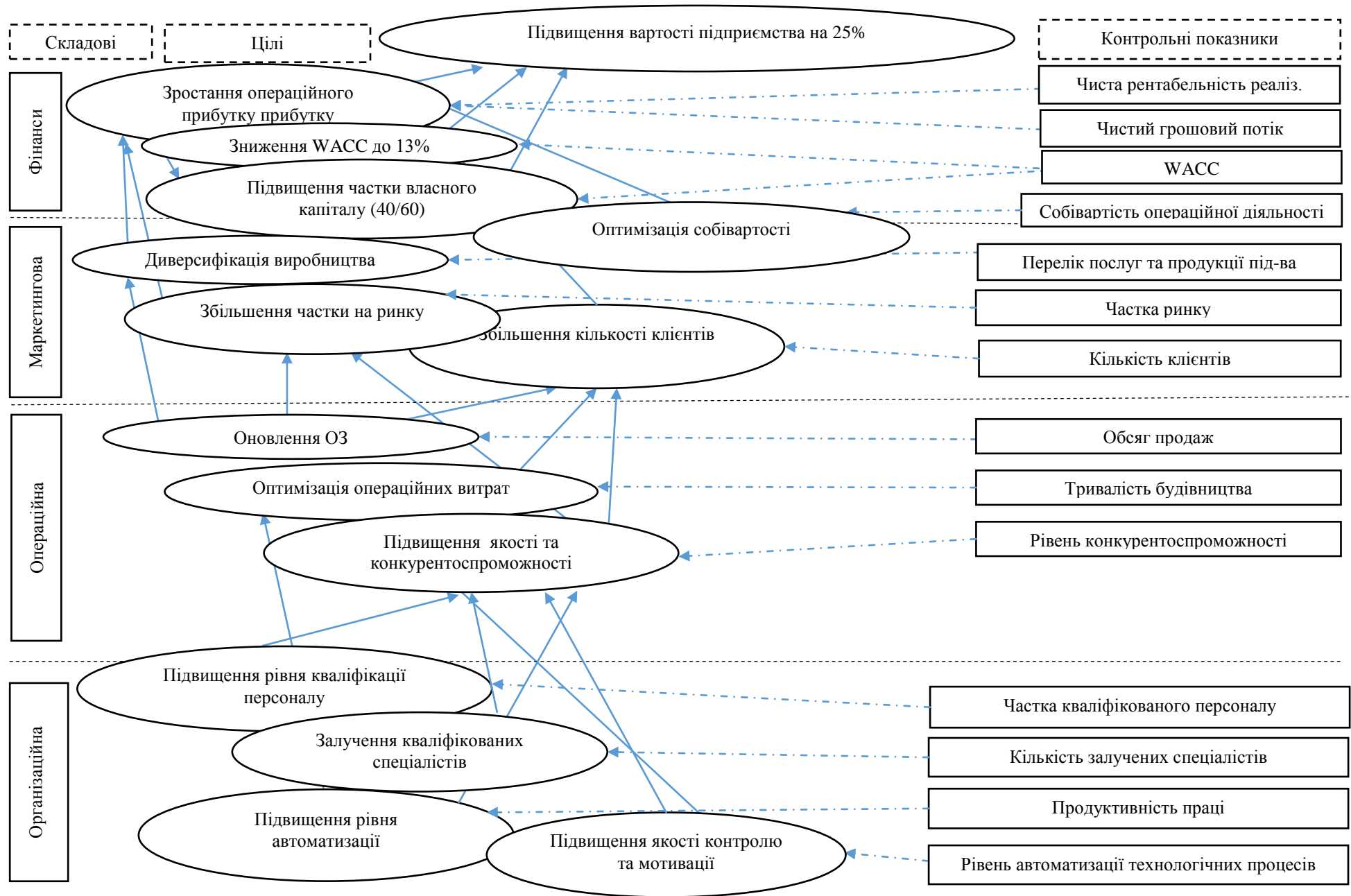


Рис. 4.5. Стратегічна карта управління вартістю Kernel Holding S.A.

На рівень вище знаходиться проекція «Операційна складова», яка розглядається як споживча база і сегмент ринку, в якому конкурує дане підприємство. Проекція охоплює методи оновлення та придбання основних засобів, зменшення собівартості та підвищення якості та конкурентоспроможності продукції.

На рівень вище розташовується проекція «Маркетингова складова», яка охоплює досягнення наступні методи: збільшення частки на ринку, диверсифікація виробництва, збільшення кількості клієнтів [3].

На верхньому рівні стратегічної карти розташовується проекція «Фінанси», яка охоплює методи зростання чистих грошових потоків на 10%, зниження частки дисконтування до 13%, оптимізація собівартості, підвищення частки власного капіталу (40/60%) та забезпечення здатності підприємства підтримувати достатній рівень власних обігових коштів. Якщо досягти зниження собівартості наданих послуг, то підприємство збільшить величину чистого прибутку, яку можна буде направити в майбутньому на розвиток підприємства та на розширення масштабів його діяльності. Тобто, за рахунок підвищення чистого прибутку збільшиться розмір власного капіталу, шляхом отримання нерозподіленого прибутку, цим самим можна оптимізувати структуру капіталу.

Використання підприємствами стратегічних карт дає змогу керівництву отримати необхідну для управління підприємством інформацію, яка є вимірною і включеною у стратегічну карту та має стратегічну спрямованість. Крім того, внаслідок вчасного отримання інформації та перетворення її на доступну для розуміння, керівництво зможе здійснювати контроль за поточними показниками діяльності підприємства [89].

Процес практичного впровадження розробленої фінансової стратегії максимізації вартості для Kernel Holding S.A. може будуватися за різними концепціями. Найбільш поширеною серед таких концепцій, що традиційно застосовується у сучасній практиці імплементації розробленої стратегії, є концепція так званого конструктивного підходу, що передбачає побудову управління стратегічного розриву за передбаченим планом.

Менеджмент компанії можуть застосувати моделі, описані в цьому розділі, для максимізації вартості компанії. Kernel Holding S.A. - велика компанія яка володіє. Запропонована автором модель на основі збалансованої системи показників розкриває п'ять основних кроків, які компанія повинна

виконати для підтримання свого розвитку, пришвидшення зростання, а також максимізації ринкової вартості.

Кожен крок розкривається на більш високому рівні, переходячи від поточної ринкової вартості до загальної потенційної вартості:

визначити розрив між поточною справедливою та ринковою вартістю. Менеджменту необхідно визначити поточну ринкову вартість компанії та порівняти його з цінністю компанії (його дисконтована вартість грошових потоків (DCF), яка оцінюється з прогнозування грошових потоків на основі існуючих бізнес-планів). Будь-який розрив означає, що менеджери компанії мають інший погляд на вартість бізнесу, ніж у інвесторів;

оцінити операційні поліпшення, можливості для вдосконалення внутрішніх операцій, шляхом підвищення маржі, прискорення зростання основних доходів та підвищення ефективності використання капіталу;

визначити підприємства що потребують відчуження та подальшого продажу (неефективні підприємства). Оцінити, чи відчуження деяких підприємств збільшить вартість компанії;

оцінити нові можливості зростання. Визначити потенційні придбання чи інші ініціативи для створення нового зростання. Оцінити їх вплив на вартість;

визначити фінансову стратегію. Оцінка того, як вартість компанії може бути збільшена через зміни структури свого капіталу чи інших фінансових змін. Коригування поточної ринкової вартості на ці зростання дає загальну можливість оцінити потенційну вартість компанії;

З урахуванням змісту системи управління стратегічними перетвореннями в режимі реального часу та умов ефективного її застосування має будуватися процес управління вартістю на Kernel Holding S.A. у послідовності окремих його етапів (рис. 4.6).

Управління імплементацією розробленої фінансової стратегії потребує побудови менеджментом відповідної системи контролю. Такий контроль пропонується здійснювати у системі стратегічного фінансового контролінгу.

Обов'язково повинні контролюватися всі етапи реалізації відповідної стратегії, особливо в умовах кризи та постійної нестачі фінансових ресурсів. Для складання прогнозних показників можна використовувати комп'ютерні програми (автоматизоване робоче місце) [39].



Рис. 4.6. Структурно-логічна схема побудови процесу управління вартістю Kernel Holding S.A. у режимі реального часу

Якщо в процесі формування і реалізації фінансової стратегії виявлено певні відхилення фактичних значень показників від планових і від визначених умов діяльності підприємства, то відбувається коригування стратегії на тому етапі, де виявлено відхилення. З огляду на вищенаведені факти є цілком зрозумілим те, що ключовим етапом формування фінансової стратегії підприємства є вибір найбільш якісного з альтернативних варіантів.

Процес здійснення моніторингу пропонується будувати за такими основними етапами: ранжування системи стратегічних цільових показників

фінансового розвитку торговельного підприємства за ступенем значущості; визначення контрольного періоду за кожним зі стратегічних цільових показників; визначення системи контрольних завдань та їх доведення до виконавців; моніторинг реалізації визначених стратегічних цільових показників фінансового розвитку підприємства; виявлення та аналіз відхилень фактичних значень стратегічних цільових показників від передбачених; реагування на відхилення.

Зміст кожного з цих етапів і характер їх реалізації детально визначено у структурно-логічній схемі на рис. 4.6.

На підставі фінансової стратегії управління вартістю Kernel Holding S.A. буде визначатись фінансова політика підприємства за основними напрямками фінансової діяльності: податкова, цінова, амортизаційна, дивідендна, інвестиційна, адже, фінансова стратегія підприємства є основою для розроблення його фінансової політики.

Таким чином, запропонований алгоритм побудови структурно-логічної схеми управління вартістю підприємства поєднує принципи управління, забезпечує встановлення цільових показників, що характеризують зростання вартості підприємства та формування ефективних стратегічних управлінських рішень щодо їх підвищення. Використання менеджментом запропонованої структурно-логічної дозволить застосувати ефективно систему управління вартістю підприємства направлену на максимізацію його ринкової вартості.

Висновки до розділу 4

У роботі проведено розрахунок справедливої ринкової вартості Kernel Holding S.A. методом дисконтування грошових потоків. На основі методу дисконтування грошових потоків та ринкового методу визначено зважену ринкову вартість підприємства, вартість власного капіталу, а також ринкову вартість акцій досліджуваного суб'єкта господарювання.

На основі методики McKinsey визначено основні детермінанти зростання вартості підприємства, це насамперед: ставка дисконтування, що характеризує рівень ризику асоційованого з підприємством, дохідність на вкладений капітал, довгострокове зростання. На основі цих факторів були

побудовані таблиці чутливості ринкової справедливої вартості, до основних детермінант вартості.

Розроблено стратегію управління вартістю підприємства. Стратегія для Kernel Holding S.A. базується на конкретних принципах: збалансованості матеріальних і фінансових потоків, фінансового контролю та аналізу діяльності підприємства, прогнозування альтернативних варіантів розвитку.

За допомогою запропонованої автором стратегії можна оцінити результати управління вартістю та визначитися керівництву Kernel Holding S.A. у майбутніх напрямках діяльності. Фінансову стратегію управління вартістю підприємства доцільно формувати згідно з розробленою концептуальною моделлю, що дає краще розуміння, на які ключові моменти необхідно звернути увагу при встановленні місії, цілей фінансового характеру та терміну їх реалізації. Важливо також здійснити оцінювання наявного потенціалу, в результаті якого встановлюються сильні та слабкі сторони підприємства, що дають можливості для поступового усунення проблемних моментів у діяльності підприємства. На заключних етапах обґрунтовується механізм реалізації фінансової стратегії управління вартістю підприємства й визначається успішність реалізації загальної стратегії в цілому.

Вважаємо, що перспективами подальших досліджень у цьому напрямі буде конкретизація послідовності розроблення та реалізації фінансової стратегії управління вартістю підприємств харчової галузі, деталізація й ідентифікація потреб цільових груп споживачів промислової продукції, розроблення методології та стратегії фінансового забезпечення розвитку для підприємств харчової галузі України.

ВИСНОВКИ

За проведеними дослідженнями як результат вирішення поставлених завдань, можна сформулювати наступні висновки:

Розвиток підприємства як складної динамічної системи потребує використання в процесах прийняття рішень узагальнюючих або результуючих показників, важливе місце серед яких займає вартість підприємства. В сучасних умовах управління вартість підприємства є основним параметром, що характеризує економічний потенціал суб'єкта господарювання, а динаміка зміни вартості є важливим показником якості управління. Вхідження вітчизняних підприємств до світової економічної системи в якості рівноправних учасників вимагає прийняття рішень з використанням новітніх методів управління їх вартістю. Найбільш повно та точно відображає поняття «вартість підприємства» таке визначення: це - об'єктивна величина, що визначає здатність підприємства задовольняти потреби власника в довгостроковій перспективі через процес його використання відповідно до стратегії, що реалізовується.

Найбільш оптимальну та універсальну класифікацію видів вартості підприємства пропонує у своїй роботі М.В. Корягін. У своєму дослідженні він виділяє наступні види вартості: за економіко-теоретичним змістом вартості - мінова та споживча вартість, за суб'єктами, що здійснюють оцінку вартості – вартість для власників, управлінська, застава, інвестиційна, страхова та ринкова вартості, в залежності від перспектив діяльності підприємства – вартість діючого та ліквідаційна вартості, за методом оцінки – дохідна, витратна та ринкова вартості.

Було проведено аналіз сучасних методичних до визначення сутності поняття «управління вартістю суб'єкта господарювання». На основі проведеного дослідження узагальнено найбільш повне поняття, згідно з яким управління вартістю підприємства – це система методів впливу на внутрішні фактори підприємства і методи реагування на фактори зовнішнього середовища з метою забезпечення його динамічного розвитку, підвищення стійкості у зовнішньому середовищі, інвестиційної привабливості за допомогою досягнення зростання його вартості.

У роботі було проведено аналіз та оцінку сучасного стану харчової

галузі України. Методом PEST-аналізу було здійснено аналіз зовнішнього середовища підприємства харчової галузі за наступними факторами: політичні, економічні, соціальні та технологічні. Проведений аналіз зовнішнього середовища показав, що для харчової галузі існує дуже багато загроз, основною причиною яких є низький розвиток технологій, нестабільне політичне становище та низький розвиток економіки держави. У зв'язку з цим, основною вимогою для успішної діяльності підприємства стає його здатність швидко та вчасно пристосовуватися до динамічного зовнішнього середовища. Проте відповідно до оцінки значущості факторів, можна зазначити, що жодний з них не загрожує існуванню підприємства, за умови прийняття зважених стратегічних та оперативних рішень на основі постійного моніторингу зовнішнього середовища підприємства.

Методом кластерного аналізу було проведено кластеризацію найбільших підприємств харчової галузі України за наступними факторами: коефіцієнт автономії, коефіцієнт оборотності активів та рентабельність власного капіталу. На основі результатів дослідження було сформовано 2 кластери: з високими фінансовими показниками та низькими фінансовими показниками.

Було здійснено оцінку вартості підприємства Kernel Holding S.A. методом ринкових мультиплікаторів, згідно з якими справедлива ринкова вартість оцінюваної компанії складала 47,280,415 тис. грн.

У роботі було побудовано структурно-функціональну модель процесу управління вартістю підприємства («AS IS» - як є) та розроблено удосконалену модель процесу управління вартістю («TO BE» - як має бути) у програмному середовищі «Ramus Educational».

Модель «TO-BE» у якості удосконалення має додаткові блоки з оцінкою вартості підприємства методом дисконтування грошових потоків та визначення детермінант вартості підприємства. Ці блоки є важливими та вагомими, оскільки виявлення факторів впливу на вартість дозволить у майбутньому вплинути на максимізацію ринкової вартості підприємства.

На основі побудованої структурно-логічної моделі у роботі проведено розрахунок справедливої ринкової вартості Kernel Holding S.A. методом дисконтування грошових потоків. На основі методу дисконтування грошових потоків та ринкового методу визначено вартість власного капіталу, ринкову вартість акцій та зважену ринкову вартість підприємства досліджуваного

суб'єкта господарювання, яка дорівнює 50591327 тис. грн.

На основі досліджень зарубіжних науковців визначено основні детермінанти зростання вартості підприємства, серед яких насамперед є: ставка дисконтування, що характеризує рівень ризику асоційованого з підприємством, дохідність на вкладений капітал, довгострокове зростання. На основі цих факторів були побудовані таблиці чутливості ринкової справедливої вартості, до основних детермінант вартості.

В роботі розроблена фінансова стратегія управління вартістю підприємства. Розробка фінансової стратегії для Kernel Holding S.A. базується на конкретних принципах: збалансованості матеріальних і фінансових потоків, фінансового контролю та аналізу діяльності підприємства, прогнозування альтернативних варіантів розвитку.

Автором була запропоновано використання розробленої стратегічної карти для досягнення поставленої мети – зростання вартості підприємства на 25% протягом 2 років. Для досягнення цього перед менеджментом підприємства були поставлені наступні завдання:

зниження середньозваженої вартості капіталу до 13% за рахунок вихід на європейський ринок запозичень;

зростання операційного прибутку на 15% за рахунок збільшення обсягу виробництва та реалізації (на 7.5% зростання виручки), та оптимізації собівартості продукції модернізації обладнання;

збільшення капітальних інвестицій на 25%, направлених на розширення та модернізацію наявних мереж елеваторів з метою забезпечення зростання внутрішніх обсягів виробництва та експорту;

формування ефективної структури капіталу (40% власного та 60% позикового капіталу).

За допомогою запропонованої автором стратегії є можливість оцінити результати управління вартістю та визначитися керівництву Kernel Holding S.A. у майбутніх напрямках діяльності. Автором була розроблена структурно-логічна схема побудови процесу управління вартістю Kernel Holding S.A., що дозволяє контролювати процес управління вартістю у режимі реального часу.

З проведеної роботи можна зробити висновок, що управління вартістю відіграє важливу роль у формуванні фінансової, інвестиційної та дивідендної політики Kernel Holding S.A., тому запропонована стратегія є необхідним елементом здійснення корпоративного управління.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Атаманчук Г. В. Государственное управление (организационно-функциональные вопросы) : учебное пособие / Г. В. Атаманчук. – М. : НПО Экономика, 2000. – 296 с.
2. Бабій О. М. Управління вартістю підприємства : Навчальний посібник / О. М. Бабій, В. С. Малишко, Г. О. Пудичева. – Одеса : ОНЕУ, Ротапринт, 2016. – 207 с.
3. Балабанова Л. В. SWOT-аналіз – основа формування маркетингових стратегій: Навчальний посібник / Л.В. Балабанової. – 2-ге вид., випр. і доп. – К.: Знання, 2005. – 301 с.
4. Бойко І. А. Бюджетування та збалансована система показників як інструмент реалізації стратегії [Електронний ресурс] / І. А. Бойко. – Режим доступу: <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/1776/1/budgeting%20and%20balanced%20scorecard.pdf>.
5. Бойко О. М. Економічний зміст категорії «Управління вартістю підприємства» [Електронний ресурс] / О. М. Бойко // Молодіжний економічний вісник ХНЕУ ім. С. Кузнеця. – Режим доступу <http://www.yosb.hneu.edu.ua>.
6. Бойко О. М. Оцінка вартості підприємства харчової галузі України методом дисконтування грошових потоків [Електронний ресурс] / О. М. Бойко // Молодіжний економічний вісник ХНЕУ ім. С. Кузнеця. – Режим доступу <http://www.yosb.hneu.edu.ua>.
7. Бойко О. М. Діагностування розвитку кризових явищ на підприємстві / О. М. Бойко // Молодіжний економічний вісник ХНЕУ ім. С. Кузнеця. – 2017 р. – №11. – Режим доступу <http://www.yosb.hneu.edu.ua>.
8. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов; 2-е русск. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.) / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : 2008. – 1008 с.
9. Бутиріна В. М. Проблеми оцінки вартості бізнесу в Україні / В. М. Бутиріна, М. С. Васильєва [Електронний ресурс] – Режим доступу : http://www.rusnauka.com/2_KAND_2011/Economics/78594.doc.htm.
10. Бутко М.П. Розвиток харчової промисловості в регіональних господарських системах України / М.П. Бутко, А.Г. Ясько // Агросвіт. Економіка АПК. – 2010. – №9. – С. 2 - 9.

11. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. [Текст] : учебное пособие для вузов / С. В. Валдайцев. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2010. – 720 с.

12. Внукова Н. М. Механізм підвищення ринкової вартості підприємства [Електронний ресурс]. / Н. М. Внукова, О. О. Міщенко // Харківський національний економічний університет. – 2013. – №10. — Режим доступу : http://www.rusnauka.com/6_PNI_2013/Economics/10_129635.doc.htm.

13. Войчак А.В. Маркетингові дослідження: Навч.- метод. посібник для самост. вивч. дисц. / А.В. Войчак. – К.: КНЕУ, 2001. – 119 с.

14. Гамма Т. М. Оцінка вартості бізнесу в інтеграційних процесах [Текст] / Т. М. Гамма // Економічний аналіз : зб. наук. праць. – 2016. – Том 24. – № 2. – С. 71-79.

15. Гнатъєва Т. М. Системна оцінка діяльності за допомогою показників в управлінні вартістю підприємства / Т. М. Гнатъєва // Економічний форум. – 2014. – № 4. – С. 133-141.

16. Голубична Г. Розвиток обліково-аналітичних систем в умовах кризи / Г. Голубична // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – Серія: Економіка. 2011. – №130. – С. 27-30.

17. Григорьев В. В. Оценка предприятия : теория и практика / В. В. Григорьев, М. А. Федотова. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 320 с.

18. Давидов О. І. Вартість підприємства як економічна категорія / О.І. Давидов // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – № 5 (155). – С. 8-19.

19. Дерев'янку Ю. М. Вдосконалення підходів до оцінювання вартості компанії [Текст] / Ю. М. Дерев'янку, О. А. Лукаш, Л. В. Старченко // Механізм регулювання економіки. – 2013. – № 4. – С. 93–99.

20. Держстат України. Офіційний сайт. [Електронний ресурс]. / Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/> – Назва з екрана.

21. Дубицький Д. П. Оцінка вартості підприємства за національними та міжнародними стандартами [Електронний ресурс] / Д. П. Дубицький, Г. Л. Ступнікер // Ефективна економіка. – 2014. – №4. — Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2961>.

22. Еремеева И.Е. Управление стоимостью компании в процессе формирования и становления бизнеса: дис. канд. экон. наук И. Е. Еремеева;

Рос. акад. гос. службы при Президенте РФ. М., 2007. – 181с.

23. Єрофієва Т. О. Система управління вартістю компанії в інституційній економіці: методологічні аспекти / Т. О. Єрофієва // Наукові записки. – 2009. – Том 94. Економічні науки. – С. 42-46.

24. Захарченко, В. И. Инновационная система региона [Текст] / В. И. Захарченко, Н. Н. Меркулов. – Одесса : Наука и техника, 2005. – 116 с.

25. Зовнішня торгівля України за 2015 рік: статистичний збірник / Держ. ком. статистики України ; / [від.за вип. Д.А. Фризоренко]. – Київ: вид.-во Держ. стат. України, 2015. – 102 с

26. Зовнішня торгівля України за 2016 рік: статистичний збірник / Держ. ком. статистики України; / [від.за вип. Д.А. Фризоренко]. – Київ: вид.-во Держ. стат. України, 2016. – 102 с.

27. Иванченко Д. Н. Современные методы оценки и управления стоимостью компании / Д. Н. Иванченко // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. – 2009. – № 7. – С. 44–47.

28. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании как инновация / И. В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. – 2006. – № 4. – С. 20 – 28.

29. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності України 2014: статистичний збірник / Держ. ком. статистики України; / відп. за вип. І.С. Петренко]. - Київ: вид.-во Держ. стат. України, 2015. – 44 с.

30. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності України 2015: статистичний збірник / Держ. ком. статистики України; / відп. за випуск І. С. Петренко]. - Київ: вид.-во Держ. стат. України, 2016. – 44 с.

31. Інноваційний розвиток промисловості як складова структурної трансформації економіки України. аналітична доповідь [Електронний ресурс] / Собкевич О.В., Сухоруков А.І., Шевченко А.В., та інші; за ред. Я.А. Жаліла – К. : НІСД, 2013. – 71 с. - Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua>

32. Іонін Д. Є. Механізм управління вартістю страхових компаній : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Д. Є. Іонін. – Донецьк, 2008. – 25 с.

33. Казанцева С. А. Проблемы определения факторов, влияющих на формирование стоимости предприятия / С. А. Казанцева // Материалы Международной научной конференции «Актуальные вопросы экономики и

управления». – М. : РИОР, 2011. – Т. I. – С. 183-188.

34. Калабухова С. В. Концепція економічної доданої вартості в аналітичній оцінці акціонерного капіталу / С. В. Калабухова // Вісник Хмельницького національного університету, 2009. – № 6, Т.2. – С. 206-209

35. Калініна О. М. Оцінка вартості підприємства в сучасних умовах / О. М. Калініна, Е. А. Божко // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі. – 2010. – № 2. – С. 43-50.

36. Каплан Роберт С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Р. Каплан, Д. Нортона: [пер. с англ.]. – 2-е изд., испр. и доп. – М. : ЗАО «Олимп-бизнес», 2005.– 320 с

37. Карцева В. В. Роль оцінки в управлінні вартістю підприємства [Текст] / В. В. Карцева, Н. В. Михайлова // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія «Економічні науки». – 2013. – № 3 (59). – С. 186–189.

38. Колос І. В. Обґрунтування ключових чинників вартості підприємства / І. В. Колос // Економіка та держава. – 2016. – № 11. – С. 30-32.

39. Корецький М. Х. Стратегічне управління: Навч. посібник / М. Х. Корецький, А. О. Дігтяр, О. І. Дацій. – К.: 380 Центр учбової літератури, 2007. – 240 с.

40. Корягін М.В. Бухгалтерський облік у системі управління вартістю підприємства : теоретико-методологічні концепції [Текст] : монографія / М.В. Корягін. – Львів : ЛКА. 2012. – 389 с.

41. Корягін М. В. Підходи до визначення поняття вартості підприємства та їх розвиток / М. В. Корягін // Вісн. Нац. ун-ту «Львів. Політехніка». – 2012. – № 722. – С. 121-125.

42. Коупленд Т. Стоимость компаний : оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010. – 576 с.

43. Кузьмін О. Є. Основи менеджменту: Підручник / О. Є. Кузьмін, О. Г. Мельник. – К.: Академвидав, 2007. – 464 с.

44. Кулиева Э. Т. Финансовые методы управления стоимостью международных компаний : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Э. Т. Кулиева. – Москва, 2009. – 20 с.

45. Курятник Н. О. Обмеження вибору в процесі прийняття управлінського рішення / О. Н. Курятник // Вісник НТУ «ХП». – 2013. – № 52 (1025). – С. 221 – 226.

46. Лаговська О. А. Моніторинг методик оцінки вартості підприємства : зарубіжний досвід / О. А. Лаговська // Вісник ЖДТУ. – Економічні науки. – Житомир : ЖДТУ. – 2012. – № 1 (59). – С. 103-107.

47. Лелюк Д. В. Сучасні проблеми адаптації альтернативних моделей оцінки вартості українських підприємств / Д. В. Лелюк // Вісник Нац. техн. ун-ту «ХП» : зб. наук. пр. – Темат. вип. : Актуальні проблеми управління та фінансово-господарської діяльності підприємства. – Х. : НТУ «ХП». – 2013. – № 7. – С. 72-78.

48. Лернер Ю. І. Вдосконалення методів оцінки банківського бізнесу / Ю. І. Лернер // Фінансово-кредитна діяльність : проблеми теорії та практики. – 2014. – Вип. 2. – С. 226-239.

49. Лігоненко Л.О. Управління грошовими потоками: Навч. посібник. / Л.О. Лігоненко, Г.В. Ситник – К.:Київ.нац.торг.-економ.ун-т, 2005. – 345 с.

50. Малявська М. А. Управління ринковою вартістю підприємства для підвищення його конкурентоспроможності / М. А. Малявська // Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки : матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (30 травня – 1 червня 2008 р.). – Сімферополь : Видавничий центр Кримського інституту бізнесу, 2008. – С. 85-87.

51. Маркова В. Д. Стратегический менеджмент: Курс лекций. / В. Д. Маркова, С. А. Кузнецова – М.: ИНФРА-М; Новосибирск: Сибирское соглашение, 1999. – 288 с.

52. Мединцева М. Методичні підходи до оцінювання вартості бізнесу [Електронний ресурс] / М. Мединцева, В. Марченко // Проблеми економіки та управління. – 2015. – № 9. – Режим доступу : <http://ape.fmm.kpi.ua/article/view/41555>

53. Мельник Ю. М. Проблеми застосування збалансованої системи показників на вітчизняних підприємствах / Ю. М. Мельник, О. С. Савченко // Маркетинг і менеджмент інновацій. – 2011. – № 1. – С. 192 – 203.

54. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств : монографія / О. Г. Мендрул. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.

55. Методи оцінки ринкової вартості підприємства [Текст] : конспект лекцій для студентів економічних спеціальностей денної та заочної форм навчання / уклад. І.С. Кондіус. – Луцьк : Луцький НТУ, 2017. – 92 с.

56. Методика оцінки майна : затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. № 1891 (в редакції постанови Кабінету Міністрів України від 25 листопада 2015 р. № 1033) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-п>.

57. Міжнародний стандарт фінансової звітності 13 (МСФЗ 13). Оцінка справедливої вартості. IASB; Стандарт, Міжнародний документ від 01.01.2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/929_068.

58. Міжнародні стандарти оцінки 2011 [Текст] / Пер. з англ. УТО. – К. : «Авантпост-Прим», 2012. – 144 с.

59. Мінцберг Генрі. Зліт і падіння стратегічного планування / Пер. з англ. К. Сисоєва. – К.: Видавництво Олексія Капусти (підрозділ «Агенції «Стандарт», 2008. – 412 с.

60. Могилов Ю. М. SWOT–аналіз вуглевидобувного підприємства / Ю. М. Могилов. [Електронний ресурс]. – Режим доступу http://www.dspace.nbuv.gov.ua/dspace/bitstream/handle/123456789/4276/st_28_21.pdf?sequence=1

61. Наврузов Ю. Мистецтво управління персоналом. Таланти і лідери. Кн. 1 // Бібліотека журналу «Управління компанією» / Ю. Наврузов, Н. Черепухіна. – К.: Видавництво Олексія Капусти, 2002. – 300 с.

62. Національний банк України: Макроекономічні індикатори. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua/files/1-Macro-economic_indicators.xls

63. Національний стандарт №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» : постанова Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 р. № 1655 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-п>.

64. Никитушкина, И. В. Корпоративные финансы. Практикум : учебное пособие для академического бакалавриата / И. В. Никитушкина, С. Г. Макарова, С. С. Студников ; под общ. ред. И. В. Никитушкиной. – М. : Издательство Юрайт, 2015. – 189 с.

65. Новікова О. С. Методологічні особливості оцінки вартості

підприємств за сучасного стану ринкового середовища [Текст] / О. С. Новікова, Н. М. Канюка // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2014. – № 5, т. 2. – С. 216-218.

66. Носова Є. А. Альтернативні методи оцінки вартості бізнесу / Є.А. Носова // Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. пр. – Випуск 8 (135) – К. : КНУ ім. Т. Шевченка, 2012. – С. 86-90.

67. Основні засоби України 2014: статистичний бюлетень / Держ. ком. статистики України; [за ред. І.С. Петренко]. – Київ: вид.-во Держ. стат. України, 2015. – 19 с.

68. Основні засоби України 2015: статистичний бюлетень / Держ. ком. статистики України; [за ред. І.С. Петренко]. – Київ: вид.-во Держ. стат. України, 2016. – 19 с.

69. Основні показники роботи харчової промисловості України [Електронний ресурс]: доповідь / Департамент продовольства Міністерства аграрної політики та продовольства України, 2015. – 15 с. - Режим доступу: http://minagro.gov.ua/system/files/Харчова_2014_рік.pdf.

70. Островська Г. Оцінювання вартості підприємства як основа ефективного управління / Г. Островська // Галицький економічний вісник. – 2011. – №1(30). – С. 107-115.

71. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : ukrstat.gov.ua

72. Офіційний сайт компанії Valuation Services, LLC [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.valuadder.com>.

73. Офіційний сайт компанії Kernel Holding S. A. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.kernel.ua>

74. Оцінка бізнесу та нерухомості : навч. пос. / за заг. ред. проф. В. Р. Кучеренко; уклад. : Я. П. Квач, Н.В. Сментина, В.О. Улибіна [та ін.]. – 2-ге видання. – Одеса : Асторопринт, 2013. – 235 с.

75. Пан Л. В. Збалансована система показників (BALANCED SCORECARD – BSC) як інструмент ефективного управління стратегією організації / Л. В. Пан // Наукові записки. – 2003. – № 21. – С. 63.

76. Пашнюк Л.О. Харчова промисловість України: стан, тенденції та перспективи розвитку / Пашнюк Л.О // Економічний часопис XXI. Економіка та управління підприємством. – 2012. – №9 - 10. – С.60-63.

77. Піжук О. І. Теоретичні та практичні аспекти оцінки вартості підприємства / О. І. Піжук, С. А. Михалевич // Економічний вісник Національного гірничого університету. – 2013. – № 1. – С. 80-85.

78. Пліскус І. Й. Концепція вартісно-орієнтованого управління та можливості її використання при обґрунтуванні доцільності санації підприємств / І. Й. Пліскус // Фінанси України. – 2011. – № 1. – С. 108-121.

79. Про оцінку майна, майнових прав та професійну діяльність в Україні : Закон України від 12.07.2001 р. №2658-III / Верховна Рада України з останніми змінами та доповненнями N 848-VIII (848-19) від 26.11.2015, ВВР, 2016, N 3, ст.25 : [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2658-14/page>.

80. Промисловість України у 2011-2016 роках: статистичний збірник / Держ. ком. статистики України ; [за ред. І.С. Петренко]. – Київ: вид.- во Держ. стат. України, 2016. – 379 с.

81. Райкин Э. С. Теоретико-методологические основы управления предприятием на основе стоимостного подхода: автореф. дис. на соискание уч. степени д-ра экон. наук: спец. 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» / Эдуард Семенович Райкин. - Санкт-Петербург, 2006. - 34 с.

82. Сендерович А. Й. Сучасні моделі оцінки вартості компаній [Текст] / А. Й. Сендерович // Інвестиції : практика та досвід. – 2015. – № 1. – С. 99-106.

83. Смирнова Н. Н. Управление процессом формирования и оценки стоимости компании / Н. Н. Смирнова // Евразийский международный научно-аналитический журнал. – 2009. – № 4 (32). – С. 36–42.

84. Тарасова О. Основні методологічні підходи до оцінки вартості компаній в процесі злиття-поглинання / О. Тарасова // Науковий вісник. – 2014. – № 2. – С. 167-181.

85. Тимощик Л. П. Теоретичні підходи до вдосконалення методології оцінки майна / Л. П. Тимощик // Економіка та держава. – 2014. – № 11. – С. 81-84.

86. Товста Т.Л. Інвестиційний фактор розвитку харчової промисловості України / Товста Т.Л.: зб. наук. пр // Інвестиції: практика та досвід. – 2009. – № 2. – С.18-20. – Бібліогр.: (5 назв).

87. Тонких А. С. Управление стоимостью бизнеса на основе баланса

интересов / А. С. Тонких, А. В. Ионов // Вестник Финансовой академии. – 2009. – № 3(50). – С. 50 – 57.

88. Тополя И. В. Управление стоимостью компании : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» / И. В. Тополя. – Москва, 2004. – 24 с.

89. Тренев Н.Н. Стратегическое управление: Учебное пособие для вузов. / Н. Н. Тренев – М.: Издательство «ПРИОР», 2000. – 288 с.

90. Уколова О. О. Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства / О. О. Уколова // Управління розвитком. – 2013. – № 14. – С. 147-150.

91. Хаустова В. Е. Оцінка вартості бізнеса суб'єктів господарювання (на прикладі металургійної галузі України) : монографія / В. Е. Хаустова, І. Г. Курочкіна. – Х. : ВД «ІНЖЕК», 2009. – 268 с.

92. Халдин А. А. Роль стратегии в процессе создания стоимости компании / А. А. Халдин // Экономические науки. – 2008. – № 8. – С. 369–372.

93. Шерман Є.М. Організаційно-економічний механізм розвитку підприємств харчової промисловості: дис. канд. ек. наук : 08.00.04 / Шерман Євген Михайлович; М-во освіти і науки України, Херсонський національний технічний Університет – Херсон, 2015. – 247 с. : іл. – Бібліогр.

94. Шершньова З. Є. Стратегічне управління: підручник. – Вид. 2-ге, [перероб. та доп.] / З. Є. Шершньова // – К.: Вид-во КНЕУ, 2004. – 699 с.

95. Шишкин А. А. Оценка эффективности процесса создания стоимости предприятий промышленности на основе динамического критерия / А. А. Шишкин // Вестник Казанского государственного финансово-экономического института. – 2010. – № 4. – С. 31–43.

96. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). [Текст] / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова – [3-е изд.]. - М.: 2008. – 288 с.

97. Яковлева Т. А. Показатель стоимости предприятия как критерий эффективности системы управления / Т. А. Яковлева // Материалы Международной научно-практической конференции «Проблемы взаимодействия теории и практики при решении социально-экономических задач в условиях глобального кризиса» (Саратов, 16 марта 2010 г.). – Саратов : Наука, 2010. – Ч. 2. – С. 292.

98. Якупова Н. М. Оценка бизнеса : учеб. пособ. / Н. М. Якупова. – Казань : КГФЭИ, 2003. – 144 с.

99. Яремко І.Й. Теоретичні і прикладні засади формування вартості машинобудівних підприємств / І.Й Яремко; М-во освіти і науки України, Нац. ун-т «Львівська політехніка». Львів: Вид-во Нац. ун-т «Львівська політехніка». – 2008. – 269 с.

100. Business valuation methods [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.business-valuation.net/methods>.

101. Copeland, T., T. Koller, J. Murrin. Valuation : Measuring and Managing. John Wiley&Sons, – 2005, p. – 45.

102. Damodaran A. Applied Corporate Finance: A User's Manual [Електронний ресурс] / A. Damodaran. – Режим доступу:<http://pages.stern.nyu.edu>

103. Damodaran A. Investment Philosophies [Електронний ресурс] / A. Damodaran. – Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu>

104. Financial Analysis, Planning and Forecasting : Theory and Application (Second Edition) / Alice C Lee, John C Lee, Cheng F Lee – World Scientific Publishers, Inc, forthcoming, 2014. – 1136 p.

105. G. Thomas Friedlob, Lydia Lancaster Folger Schleifer. Essentials of financial analysis. – John Wiley and Sons, 2013. – 234 p.

106. KPMG [Electronic Resource]. – Mode of access : <http://www.kpmg.com>.

107. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // F. Modigliani, M. Miller. American Economic Review, June1958.

108. Patton&Associates, LLC Conclusion of Value [Електронний ресурс]. – 2009. – pp. 1-60. – Режим доступу : www.pattonvaluations.com/bizvaldocs /SampleAutoParts.pdf.

109. PricewaterhouseCoopers [Electronic Resource]. – Mode of access : <http://www.pwc.com> – Title from the screen. Deloitte [Electronic Resource]. – Mode of access : URL : <http://www.deloitte.com>.

110. Smith J. Valuation Services, LLC Business Valuation of Sample Industries, Inc.[Електронний ресурс] / J.Smith. – 2010. – 38 p. – Режим доступу : <http://www.valuadder.com/buy/ SampleBusinessValuationReport.pdf>.

111. Steven M. Bragg. Financial analysis : a controller's guide. – John Wiley and Sons, 2011. – 399 p.