

Мельник С.І.

УДК 65.011.12

ФІНАНСОВА ОЦІНКА АГРАРНОГО ПІДПРИЄМСТВА В СТРУКТУРІ ОЦІНКИ ЙОГО КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ

Постановка проблеми. Оцінка конкурентоспроможності аграрного підприємства фінансовим інвестором, в значному ступені, спирається на доходний підхід, в основу якого покладено методику дисконтування грошових потоків підприємства. Виходячи зі змісту методики дисконтування грошових потоків, однією з найважливіших її складових є оцінка прогнозних значень грошових потоків підприємства. Достовірні відомості відносно перспектив зростання (падіння) обсягів грошових потоків є важливою умовою отримання точних та надійних значень оцінки вартості підприємства. В свою чергу це є одним з критеріїв прийняття інвестиційних рішень інвестором та виконує роль однієї з детермінант оцінки якості управління підприємством, зорієнтованим на підвищення його вартості. Слід також зазначити, що результати фінансової оцінки підприємства є інформаційним джерелом для прийняття управлінських рішень, перш за все – інвестиційних та спрямованих на залучення інвестицій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В науковій літературі питання фінансової оцінки підприємства значного розвитку не отримало. Окремі аспекти зазначеного питання було висвітлено в працях В.М. Гончарова [1], Є.О. Зенченко [2], С.В. Лосева [3]. Слід також зазначити, що деякі аспекти проблематики фінансової оцінки підприємства отримали розвиток в зарубіжних наукових дослідженнях, зокрема А. Майєра та Н. Беккера [4], М. Дженсена та В. Меклінга [5]. В роботі С.В. Лосева було обгрунтовано, що при оцінці середніх темпів зростання грошових потоків підприємства, у порівнянні з середнім арифметичним, перевагу має середньгеометричне значення [3]. В дослідженні Є.О. Зенченко, серед інших питань, також досліджувалося питання вибору значення грошового потоку для дисконтування [2]. В роботах зарубіжних дослідників [4; 5] розвиток отримали питання впливу результатів оцінки на прийняття управлінських рішень на підприємстві, зокрема інвестиційних. Аналіз наукової літератури визначив відсутність спільних підходів до фінансової оцінки підприємств, вибору їх значень та фундаментальних детермінант.

Метою статті є удосконалення існуючих методик фінансової оцінки аграрних підприємств в структурі оцінки конкурентоспроможності.

Виклад основного матеріалу дослідження. Першим питанням, що потребує визначення – база дисконтування, тобто значення грошового потоку, оцінка темпів зростання якого буде здійснюватися. В табл. 1. наведено результати аналізу можливих показників, які можуть використовуватися з цією метою. З погляду на особливості застосування наведених показників, найприйнятнішим для розрахунків, в нашому випадку, є показник FCFF (англ. Free cash flow of firm – вільний грошовий потік фірми), що дорівнює сумі ЕВІТ(1-Т) (англ. Earnings before interest and taxes – прибуток до сплати відсотків та податків) та амортизації з вирахуванням суми податків, капітальних інвестицій та суми збільшення оборотного капіталу.

Таблиця 1. Аналіз особливостей застосування значень грошових потоків

Показник грошового потоку	Особливості застосування
NOPLAT – чистий прибуток	Передбачає відсутність реінвестицій та очищення грошового потоку від позаопераційного руху коштів
ЕВІТДА – прибуток до сплати відсотків, податків та нарахування амортизації	Передбачає відсутність, або незначний рівень боргового тягаря та реінвестицій. Застосування ЕВІТДА передбачає очікування зменшення грошового потоку та незначний період функціонування підприємства. Використовується переважно для підприємств, що широко практикують податкову оптимізацію та облікують капіталовкладення як поточні витрати
ЕВІТ – прибуток до сплати відсотків та податків	Дисконтування операційного прибутку до сплати податків передбачає наявність податкової оптимізації. Амортизаційні відрахування повністю реінвестуються у виробництво, але прибуток підприємства вилучається власниками у повному обсязі. Застосування ЕВІТ(1-Т) у розрахунках передбачає нескінченний період функціонування підприємства але без зростання грошових потоків
ЕВІТ(1-Т) – прибуток до сплати податків	
FCFF – вільний грошовий потік фірми	Дисконтування FCFF передбачає отримання вартості підприємства як виробничо-господарської системи, тобто вартості виробничих активів. В основу покладення припущення, що в функціонуванні підприємства в рівній мірі зацікавлені як реальні так і потенційні інвестори (власники і позичальники). Головним є оцінка потенціалу створення грошового потоку на інвестований капітал (пайовий та борговий)
FCFE – вільний грошовий потік на власний капітал	Дисконтування FCFF з вирахуванням відсоткових виплат за вартістю пайового капіталу визначає отримання вартості власного капіталу підприємства.

Оцінку перспектив зростання FCFF слід побудувати на ретроспективному аналізі показника ЕВІТ(1-Т), який в свою чергу слід розраховувати як суму NOPLAT та відсоткових виплат. Це пов'язано з тим, що відносна частка реінвестицій та інвестицій в загальному обсязі ЕВІТ(1-Т) в прогнозний (період високого зростання) та постпрогнозний (період уповільненого зростання) періоди відрізняється. А ретроспективний аналіз ЕВІТ(1-Т), як суми NOPLAT та відсоткових виплат надасть можливість врахувати усі позаопераційні ризики підприємства за досліджуваній період.

Доцільними є оцінка потенціалу ЕВІТ(1-Т) до зростання, та розрахунок на цій основі FCFF у прогнозний та постпрогнозний періоди. В економічній літературі, як правило, використовуються два основних способи розрахунку темпів зростання грошового потоку: фундаментальний та аналітичний [1]. Фундаментальний, базується на тому, що зростання грошового потоку в майбутньому можливо розрахувати як множення суми реінвестицій у виробництво (капітальні інвестиції та збільшення оборотного капіталу з вирахуванням амортизації) та значення рентабельності довгострокового капіталу (власний капітал + довгострокові запозичення) в досліджуваній період. Аналітичний підхід передбачає розрахунок середніх значень зростання грошових потоків за аналізуючий період функціонування підприємства. Процес дослідження показників темпу зростання грошових потоків ЗАТ "Харківська бісквітна фабрика" та ВАТ "Донецький булочно-кондитерський комбінат" визначив, що використання якогось одного способу є неприйнятним.

Розрахунок фундаментальних темпів зростання ЕВІТ(1-Т) визначив, що застосування цього методу не надає адекватних результатів. Значення показника фундаментальної оцінки зростання ($g_{расч}$), який розраховується за формулою (1), не співпадає з фактичним показником зростання ($g_{факт}$) та у більшості випадків є вищим за фактично отримані результати.

$$g_{расч} = K_{реинв} \times ROC, \text{ де:} \quad (1)$$

$g_{расч}$ – фундаментальний показник зростання ЕВІТ(1-Т).

$K_{реинв}$ – коефіцієнт реінвестування (2);

ROC – рентабельність довгострокового капіталу.

$$K_{реинв} = \frac{NTCpX - A + ChgWC}{EBIT(1-T)}, \text{ де:} \quad (2)$$

NTCpX – капітальні інвестиції;

A – амортизація;

ChgWC – зміна обсягу оборотного капіталу.

В ході дослідження визначено, що здійснення розрахунку коефіцієнту реінвестування (2), з використанням значення ЕВІТ(1-Т) одного і того ж періоду, що і суми інвестицій – є недоцільним. Використання значення ЕВІТ(1-Т) і суми інвестицій одного періоду визначає, що фінансування інвестицій здійснюється за рахунок прибутку цього ж періоду, що є некоректним. Нами було вирішено застосувати значення ЕВІТ(1-Т) минулого періоду. Таким чином $K_{реинв}$ визначав відносну частку прибутку минулого періоду, що було реінвестована в періоді, що аналізується. Правильність застосування такого способу розрахунку $K_{реинв}$ далі була підтверджена збігом результатів розрахунків $g_{факт}$ (розрахованого за формулою (4)) та $g_{расч}$.

Висновок. В статті наведено результати дослідження спрямованого на удосконалення існуючих методик фінансової оцінки підприємств в системі оцінки їх конкурентоспроможності. Обґрунтовано вибір значень використовуваних грошових потоків та сформовано методику оцінки перспективних темпів їх зростання.

Джерела і література:

1. Гончаров В. М. Визначення системи закономірностей ефективного розвитку підприємств в умовах функціонування у конкурентному середовищі / В. М. Гончаров // Економіка : проблеми теорії та практики : зб. наук. пр. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2007. – Вип. 223. – Т. 2. – С. 646-650.
2. Zenchenko S. O. Оцінка ринкової вартості компанії як основа прийняття інвестиційних рішень : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / С. О. Zenchenko. – Х., 2000. – 16 с.
3. Лосев С. В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки : вопросы теории и практики: дисс. ... канд. екон. наук : 08.00.10 / С. В. Лосев. – М., 2001. – 187 с.
4. Mayer A. A. Interaction Costs and Agency Theory / A. A. Mayer, N. Becker // American Economic Review. – 1975. – XIV. – № 6. – P. 534-561.
5. Jensen M. C. Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure / M. C. Jensen, W. H. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – V. 3. – № 4. – P. 305-360.