

4. *Гаврилюк М.М.* Агропромислового виробництва — інноваційний шлях розвитку // *Економіка АПК*. — 2005. — № 8. — С. 19—22.
5. *Гринев В.Ф.* Инновационный менеджмент. — К., 2007. — 144 с.
6. *Зінченко О.П.* Становлення венчурного фінансування: [Електронний ресурс]. — Режим доступу // www.innovation.com.ua
7. *Зубець М.В.* Про стратегію утвердження інноваційної моделі розвитку аграрної економіки // *Економіка АПК*. — 2010. — №12. — С. 23—28.
8. *Инновации АПК: [Електронний ресурс]*. — Режим доступу // <http://agpr.info/index.php?o=61>
9. *Колонтай М.М.* Инновационный менеджмент. — Минск: БГЭУ, 2004. — 190 с.
10. *Нежметдинова Ф.Т., Атаманова А.* Роль инновации и науки в развитии АПК: [Електронний ресурс]. — Режим доступу // http://www.confcontact.com/20110225/is6_nezh_atam.htm
11. *Пампура О.И.* Управление инновационным процессом в малом бизнесе / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти; [Науч. ред. Ф.Е. Поклонский]. — Донецк, 2002. — 85 с.
12. *Чабан В.Г.* Інновації як умова підвищення конкурентоспроможності аграрного сектору // *Економіка АПК*. — 2006. — № 7. — С. 68—72.

Стаття надійшла до редакції 14.04.2011 р.

УДК: 338.24

О. В. Садовник, канд. екон. наук, доцент,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

ВИКОРИСТАННЯ МЕТОДУ ВІЛЬНОГО ГРОШОВОГО ПОТОКУ КОНЦЕПЦІЇ ВМ У СИСТЕМІ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ ПІДПРИЄМСТВА

У статті розглядається використання методу вільного грошового потоку, як базового методу концепції ВМ для розрахунку вартості агропромислового підприємства. Цей метод враховує динаміку прибутку, розмір задіяного капіталу та його вартість, вартість майбутніх грошових потоків.

Ключеві слова: вартість підприємства; управління, засноване на вартості підприємства; вільний грошовий потік; середньозважені витрати на капітал; модель оцінки доходності капітальних активів.

В статье рассматривается использование метода свободного денежного потока, как базового метода концепции ВМ для расчета стоимости агропромышленного предприятия. Этот метод учитывает динамику прибыли, размер задействованного капитала и ее стоимость, стоимость будущих денежных потоков.

Ключу слова: стоимость предприятия; управление, основанное на стоимости предприятия; свободный денежный поток; средневзвешенные затраты на капитал; модель оценки доходности капитальных активов.

The use of method of free cash flow is examined in the article, as a base method of conception of VBM for the calculation of value of agroindustrial enterprise. This method takes into account the dynamics of income, value of the involved capital and its cost, value of future cash flow.

Key words: firm value; value-based management; free cash flow; weighted average cost of capital; capital assets pricing model.

Постановка проблеми. Управління, засноване на вартості підприємства (Value — Based Management) — це загальний термін, який поєднує групу інструментів управління, що використовуються для підвищення загальної ефективності функціонування в основі якої лежить підвищення вартості підприємства. Ця концепція є відносно новою в практиці управління фінансовими потоками та впровадження перспективних форм ведення бізнесу, яка до недавнього часу не мала істотного впливу на дослідження в даній сфері управління. Проте зміна основ концептуального бачення розвитку підприємства їх власниками спонукали до пошуку таких систем. В основі концепції управління, заснованої на вартості підприємства (далі — VBM), використовуються три основні методи, які дозволяють визначити грошові потоки підприємства, врахувати їх вартість в часі та ризики функціонування підприємства. До таких методів відносяться метод вільного грошового потоку, метод економічної та ринкової доданої вартості та метод дохідності інвестицій на основі грошового потоку. Дана стаття присвячена використанню першого методу концепції VBM, яка сьогодні все більше використовуються в світовій практиці оцінки бізнесу.

Аналіз існуючих досліджень вказує на те, що оцінка вартості підприємства методом вільного грошового потоку описується в публікаціях вітчизняних та закордонних вчених в розрізі проблематики вартісно-орієнтованого менеджменту. Деталізацію використання зазначеного методу можна знайти в наукових публікаціях закордонних (Мартіна Джона Д., Петті Вільяма Дж, Б. Стюарта, Т. Коупленда, В.М. Рутгайзера) та вітчизняних авторів (Г. Швиданенко, О. Мендрул), у яких відзначаються переваги та недоліки використання даного методу в системі оцінки вартості підприємства.

Враховуючи сучасні тенденції розвитку вартісно-орієнтованого менеджменту підприємства, **ціллю статті** є дослідження взаємозв'язку методу вільних грошових потоків з проміжними економічними параметрами діяльності підприємства та його кінцевими результатами, які формують єдину концепцію управління вартості підприємства.

Виклад основного матеріалу. Так, Мартін Джон Д. та Петті Вільям Дж. [1] переконані, що підприємство, яке орієнтується на VBM, має сформуванати стійкий цикл створення вартості (рис. 1).

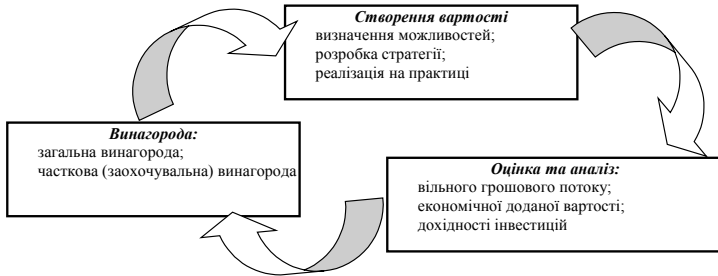


Рис. 1. Формування стійкого циклу створення вартості підприємства

У своїх працях вони акцентують увагу на поняття стійкості процесу, оскільки створення вартості протягом певного часу є наслідком постійного циклу стратегічних та оперативних рішень. Тому головний тезис, на якому заснована система VBM вказує, що при підтримці процесу створення керівниками вартості підприємства, потрібно вимірювати та заохочувати їх за допомогою показників, які мають безпосереднє відношення до створення акціонерної вартості. Звідси, поєднання критеріїв в ефективності, заснованих на вартості, та заохочувальних параметрів створює основу програми VBM.

У той же час, розроблена система VBM має забезпечити створення вартості підприємства з врахуванням головних недоліків використання окремих моделей управління підприємства на основі оцінки прибутку за стандартами бухгалтерського обліку. Як правило, стандартна оцінка прибутку має 5 основних недоліків, зокрема бухгалтерський прибуток істотно відрізняється від грошового потоку, який є основою вартості підприємства, бухгалтерські дані не відображають існуючі ризики, бухгалтерські дані не включають у себе альтернативної вартості власного капіталу, методи ведення бухгалтерського обліку в різних підприємствах можуть відрізнятися, а отже по різному можуть бути оцінені запаси, бухгалтерський облік не враховує вартості грошей у часі.

Тому, один з методів VBM, який є базовим для всіх інших, є розрахунок *вільних грошових потоків* (free cash flow — FCF) підприємства, під яким можна розуміти кошти, які забезпечують повернення капіталу його власникам, тобто це сума грошових

коштів, доступна для інвесторів підприємства. Зрозуміло, що грошові потоки генеруються операціями підприємства та інвестиціями в активи та відповідають грошовим потокам, які виплачуються інвесторам. Враховуючи зазначене, доцільно розглянути формування вільних грошових потоків з точки зору підприємства та окрему з точки зору інвесторів.

З точки зору підприємства, вільний грошовий потік відповідає його грошовим потокам від операційної діяльності після сплати податків за мінусом всіх додаткових інвестицій в операційні активи підприємства. Тому алгоритм розрахунку вільного грошового потоку підприємства можна записати наступним чином:

1) Операційний прибуток + амортизація = прибуток до сплати податків з амортизацією (ЕВІТДА).

2) ЕВІТДА – сплачені податки = грошовий потік від операційної діяльності після оподаткування.

3) Грошовий потік від операційної діяльності після оподаткування – інвестиції в оборотний капітал (оборотні активи – поточні безпроцентні зобов'язання) – інвестиції в основні засоби – інвестиції в інші довгострокові активи = вільний грошовий потік (*FCF*).

Розрахуємо *FCF* на такому прикладі. В результаті діяльності підприємство отримало 2650 тис. грн операційного прибутку, амортизація основних засобів становила 714 тис. грн, інший неопераційних оподаткований дохід склад 15 тис. грн, інвестиції в оборотні активи 802 тис. грн, поточні безпроцентні зобов'язання — 63 тис. грн, інвестиції в основні засоби та інші довгострокові активи — 904 тис. грн. Податок на прибуток — 25 % (для аграрних підприємств дорівнює нулю). Звідси: $ЕВІТДА = 2650 + 714 = 3364$ тис. грн. Грошовий потік від операційної діяльності після оподаткування = $3364 \times (1 - 0,25) = 2523$ тис. грн. $FCF = 2523 + 15 - (802 - 63) - 904 = 895$ тис. грн.

Розрахована сума грошей може використовуватися для подальшого функціонування підприємства шляхом їхнього спрямування в основний чи оборотний капітал, або ж бути виплачена інвесторам підприємства. Наприклад, процентні платежі кредиторам становили 45 тис. грн, виплата основного тіла запозичених коштів — 205 тис. грн, зворотній викуп акцій — 318 тис. грн, виплачені дивіденди — 327 тис. грн. Тому, з точки зору грошового потоку, для інвестора *FCF* буде розрахована наступним шляхом:

FCF = процентні платежі кредиторам + погашення основного тіла запозичених коштів – додаткова емісія цінних паперів – додаткова емісія акцій + дивіденди за акціями + зворотній викуп акцій.

Звідси, FCF для кредиторів = 45 + 205 + 318 + 327 = 895 тис. грн.

Виникає питання: як же FCF формує вартість підприємства? Одне з визначень вказує, що вартість підприємства — це поточна вартість майбутніх грошових потоків для підприємства в цілому. Тоді економічна або стратегічна вартість підприємства (firm value — FV) відповідає поточній вартості її вільних активів, дисконтованих за вартістю капіталу підприємства, плюс вартість неопераційних активів (цінні папери, нерухомість невиробничого призначення, відсотки за участь у різних фондах тощо). Як наслідок:

$FV =$ поточна вартість FCF + вартість не операційних активів.

У той же час, акціонерна вартість підприємства (shareholder's value) можна визначити провівши такий розрахунок:

Акціонерна вартість = FV – Вартість майбутніх зобов'язань, де майбутні зобов'язання включають у себе виплату короткострокових та довгострокових кредитів, орендні платежі, інші можливі зобов'язання.

Розраховуючи вартість підприємства чи акціонерну вартість особливу увагу доцільно звернути на прогнозування грошових потоків підприємства. При цьому їх бажано розбити на дві частини: грошові кошти, які отримає підприємство протягом періоду стратегічного планування і ті, які можуть бути отримані після цього строку. Для цього необхідно здійснити оцінку позиції підприємства на ринку, врахувати конкурентоспроможність підприємства, можливість управління його критичними чинниками успіху та встановити період стратегічного планування. Враховуючи сучасні тенденції розвитку світової економіки стратегічним період на сьогодні може бути діяльність підприємства на наступні 3—5 років. За таких умов, у подальшому доцільно звернути увагу на такі параметри, як:

—обсяг продажу за останні роки;

—можливі темпи росту обсягу продажу за плановий період та темпи росту, які можна підтримувати після планового періоду з врахуванням темпів інфляції;

—прогнозна операційна рентабельність продажу (операційний прибуток / обсяг продажу);

—планове співвідношення оборотних активів до обсягу продажу: чистий оборотний капітал, основні засоби та інші довгострокові активи по відношенню до обсягу продаж;

—податки.

Розглянемо варіант розрахунку акціонерної вартості підприємства за наступних вихідних даних. Підприємство з переробки сільськогосподарської продукції, проаналізувавши можливі тен-

денції продажу продукції встановило, що за запропонованого проекту інвестування в галузь можна досягти на наступні 4 роки (плановий період) приріст обсягу виробництва продукції в розмірі 15 % кожного року та 10 % кожні наступні 2 роки після даного періоду та 5 % на 7-й рік. У звітному році обсяг реалізованої продукції становив 3,8 млн грн. Планується, що операційна рентабельність продажу за ці 7 років буде стабільною і становитиме 18 % при оподаткуванні прибутку у 25 %. Проте для цього необхідно інвестувати кожного року в чистий оборотний капітал, основні засоби та довгострокові активи по 6,0, 25,0 та 2,4 % відповідно від розміру додатково отриманої виручки від реалізації. Дисконтна ставка обрана на рівні Weighted Average Cost of Capital — WACC та становить для даного підприємства 15,5 %. Вартість не операційних активів — 345 тис. грн, вартість майбутніх зобов'язань на кінець періоду — 1640 тис. грн. Проведемо розрахунки у наступній таблиці.

Таблиця 1

РОЗРАХУНОК FCF, тис. грн

Показники	Роки						
	1	2	3	4	5	6	7
Обсяг продажу	4370,0	5025,5	5779,3	6646,2	7310,8	8041,9	8444,0
Приріст продажу	570,0	655,5	753,8	866,9	664,6	731,1	402,1
ЕВІТДА	786,6	904,6	1040,3	1196,3	1315,9	1447,5	1519,9
Оподаткування	196,7	226,2	260,1	299,1	329,0	361,9	380,0
Операційний прибуток після оподаткування	589,9	678,4	780,2	897,2	986,9	1085,6	1139,9
Розмір інвестицій у							
чистий оборотний капітал	34,2	39,3	45,2	52,0	39,9	43,9	24,1
основні засоби	142,5	163,9	188,5	216,7	166,2	182,8	100,5
інші активи	13,7	15,7	18,1	20,8	16,0	17,5	9,7
Загальні додаткові інвестиції	190,4	218,9	251,8	289,5	222,1	244,2	134,3
FCF	399,5	459,5	528,4	607,7	764,8	841,4	1005,6
Коефіцієнт дисконтування	0,866	0,750	0,649	0,562	0,487	0,421	0,365
Поточна вартість підприємства FCF	346,0	344,6	342,9	341,5	372,5	354,2	367,0

Для розрахунку вартості акціонерного капіталу потрібно здійснити ще ряд розрахунків. По-перше, необхідно розрахувати залишкову вартість грошового потоку за передостанній (6-й) рік за формулою:

$$\begin{aligned} \text{Залишкова вартість } T &= \text{FCF}_{T+1} / (\text{WACC} - \text{темп приросту } T+1) = \\ &= 1005,6 / (0,155 - 0,05) = \mathbf{9577,6} \text{ тис. грн.} \end{aligned}$$

По-друге, розрахувати поточну вартість залишкового грошового потоку шляхом ділення залишкової вартості на вартість капіталу в степені року на який розраховується показник:

$$\begin{aligned} \text{Поточна вартість грошових потоків за залишковою} \\ \text{вартістю} &= \text{залишкова вартість } T / (1 + \text{WACC})^T = \\ &= 9577,6 / (1 + 0,155)^6 = \mathbf{4034,3} \text{ тис. грн.} \end{aligned}$$

По-третє, розрахуємо поточну вартість вільних FCF за перші шість років: $399,6 + 459,5 + 528,4 + 607,7 + 765 + 841,5 = \mathbf{3601,7}$ тис. грн.

По-четверте, розрахуємо економічну вартість підприємства як поточну вартість всіх FCF $= 4034,3 + 3601,7 = \mathbf{7636}$ тис. грн та вартість підприємства (FV) $= 7636 + 345 = \mathbf{7981}$ тис.грн.

Звідси, акціонерна вартість $= 7981 - 1640 = \mathbf{6341}$ тис. грн.

Отже, акціонерна вартість підприємства за даної умови становить 6341 тис. грн і може бути використана при продажу цього підприємства або для додаткового залучення капіталу.

При цьому слід відзначити, що при розрахунку дисконтованого FCF особливу увагу слід приділити вибору ставки дисконтування. В наведеному прикладі ми використали середньозважені витрати на капітал (WACC), оскільки підприємство мало різні джерела фінансування, а вартість капіталу — це альтернативні, а не виплачені витрати. Крім цього, вартість капіталу, як економічна концепція, побудована на альтернативній вартості інвестиційного капіталу за мінусом податку на прибуток.

Проте завжди відкритим питанням залишається вибір ставки дисконтування за умови використання лише власного капіталу, або методу оцінки його вартості. Так, на практиці застосовуються модель росту дивідендів, теорія арбітражного ціноутворення (АРТ), кумулятивний підхід, факторні моделі. Проте для вирішення даного питання можна скористатися моделлю оцінки доходності капітальних активів (Capital Assets Pricing Model — CAPM), розроблена в 60-х роках минулого століття лауреатом з Нобелівської премії з економіки У. Шарпом. В її основі лежить використання безризикової ставки — доходу, який може бути

отриманий від інвестицій з гарантованим доходом, а значить, з досить низьким рівнем доходності. В сучасних умовах безризикова ставка відповідає ставці казначейських векселів. У той же час вона може бути обрана на рівні облікової ставки НБУ, що представляє собою виражену у відсотках плату, що береться Національним банком України за рефінансування комерційних банків шляхом купівлі векселів до настання строку платежу з них і утримується з номінальної суми векселя. Облікова ставка є найнижчою серед ставок рефінансування і є орієнтиром ціни на гроші. Вона може змінюватися в залежності від темпів зростання економіки країни та економічної ситуації в цілому. Наприклад, за останні два роки вона змінювалася 5 разів: від 11 % до 7,75 %.

Загальна формула CAPM за У. Шарпом [3] виглядає наступним чином:

$$\text{CAPM} = R_f + \beta_i [R_m - R_f],$$

де R_f — без ризикова ставка доходності; R_m — середньо ринкова ставка доходності; $R_m - R_f$ — премія за ризик інвестування (купівлі) акції; β_i — коефіцієнт бета для підприємства.

Наприклад, підприємство працює в галузі, середня доходність якої становить 16 %, а бета-фактор, розрахований для цього підприємства, становить 1,3. Звідси:

$$\text{CAPM} = 7,75 \% + (16 \% - 7,75 \%) \times 1,3 = \mathbf{18,5 \%}.$$

У цьому випадку, при оцінці власного капіталу доцільно буде взяти рівень доходності на рівні 18,5 %, зокрема при розрахунку WACC. Як бачимо, CAPM істотно залежить від бета-фактора, який вказує на ступінь зміни доходності конкретної акції залежно від загальної зміни доходності акцій по всьому фондовому ринку [4], тобто:

β = коваріація взаємної зміни даної акції та загальної сукупності акцій на фондовому ринку / дисперсія всього фондового ринку

Якщо підприємство не є акціонерним, то β -фактор оцінюють через розрахунок умовної вартості акції при її можливому випуску. Слід зазначити, що при $\beta > 1$ прийнято вважати, що підприємство несе більше ризиків і навпаки при $\beta < 1$, ситуація є менш ризиковою. Так, у нашому прикладі $\beta = 1,3$. Це означає, що при зростанні загальної доходності по всьому фондовому ринку або галузі в цілому на 1 %, доходність підприємства збільшується на 1,3 % і навпаки, при зменшенні загальної доходності зменшуються доходи і підприємства. Тому даний β -

фактор може залежати від несистематичних, ділових та фінансових ризиків.

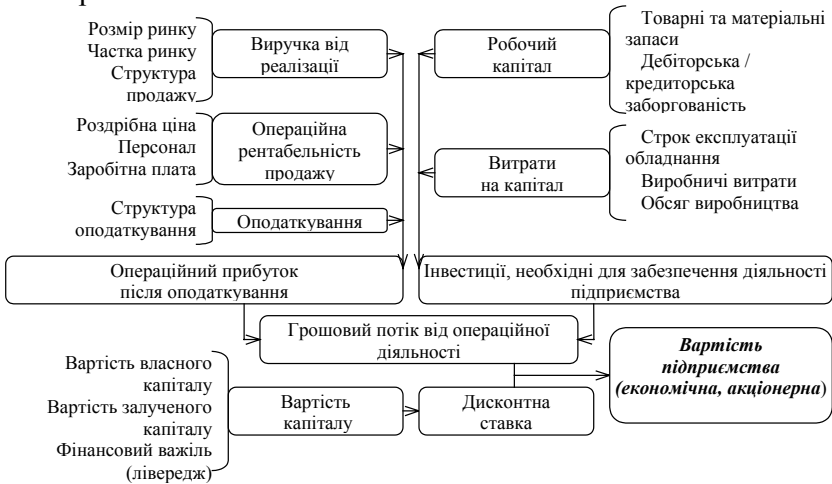


Рис. 2. Фактори, які формують вартість підприємства

Вище зазначене лише підтверджує багатогранність системи VBM, зокрема при розрахунку FCF. Тому впроваджуючи стратегічні зміни на базі розрахунку даного показника необхідно постійно аналізувати фактори, які впливають на вартість підприємства (рис. 2).

Висновки. Отже, концепція вільних грошових потоків є основою для управління, заснованого на вартості. Незалежно від сфери функціонування підприємства, вільні грошові потоки мають бути в центрі уваги та зусиль, які направлені на пошук управлінських рішень та оптимізацію стратегічних змін, в основі яких лежить підвищення вартості підприємства. Розглянутий метод оцінки вартості підприємства є досить вагомим інструментом прийняття рішень, який разом з цим має окремі недоліки. Так, проблемним місцем аналізу вільного грошового потоку є те, що він не має вагомому критерію ефективності щорічної поточної діяльності, та може мати від'ємне значення при досить успішній діяльності. Це може бути викликано високими інвестиціями в прибуткове підприємство, або ж низьким рівнем операційного прибутку. Крім цього, цей метод варто застосовувати комплексно з іншими методами концепції VBM, що буде описано в подальших публікаціях даної тематики автора.

Література

1. Мартин Джон Д., Петти Вільям Дж. VBM-управление, основанное на стоимости. Корпоративный ответ революции акционеров / Пер с англ.; научн. ред. О.Б. Максимовой, И.Ю. Шараповой. — Днепропетровск: Баланс Бизнес Бук, 2006. — 272 с.
2. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости // [Электронное издание]. — Режим доступа — www.hr-portal.ru/article/value-based-management-i-pokazateli-stoimosti
3. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер с англ. — М.: ИНФРА-М, 2001. — XII, 1028 с.
4. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие. — М.: Маросейка, 2007. — 448 с.
5. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: Монографія [Текст] / О. Г. Мендрул. — К.: КНЕУ, 2002. — 272 с.

Стаття надійшла до редакції 27.04.2011 р.

УДК.: 338.434

В. В. Саханда, асистент ДВНЗ,
«Київський національний
економічний університет імені Вадима Гетьмана»

ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ АГРАРНОГО ПІДПРИЄМСТВА

На основі даних з відкритих джерел та законодавства України розглядається проблема фінансування діяльності аграрних підприємств в сучасних умовах господарювання.

Ключові слова: фінансування аграрних підприємств, джерела фінансування, аграрні підприємства, емісія акцій, вихід на біржу.

На основе данных из открытых источников та законодательства Украины рассматривается проблема финансирования аграрных предприятий в современных условиях деятельности.

Ключевые слова: финансирование аграрных предприятий, источники финансирования, аграрные предприятия, эмиссия акций, выход на биржу

Based on data from open sources and Ukrainian legislation considered the problem of financing agricultural enterprises in the modern business environment.

Key words: farm, private farm, farming — a business entity.

Постановка проблеми. Питання залучення капіталу та додаткового фінансування діяльності постає перед підприємством аграрної сфери часто. Кожне підприємство вирішує це питання по