

Abstract.

Hmirya V.P. Financial instruments to support agricultural production as an integral component of food security in the country.

The article deals with the peculiarities of the formation of financial instruments to support the production of agricultural products as an integral part of the country's food security. Defined goal, which is to determine the most effective financial instruments to support agricultural production and create favorable conditions for the population of agricultural products. Research methods. Fundamental and applied research of domestic and foreign scientists – the basis of the study, which was used General scientific and special methods of cognition, namely, the method of scientific abstractions, methods of analysis, synthesis, induction and deduction; logical methods of generalization, comparison of groups; graphical method.

The results of the study formed the main problems of financial support of producers of agricultural products revealed that the consumption basket of the population of Ukraine decreased considerably with the increase in the prices of basic products, which in turn leads to a decrease in the quality of the country's food security. The state of crediting and taxation of agrarian producers is determined, as well as the impact of these indicators on the overall state of enterprises. The state of financial support of agricultural producers at the state level is also considered. The scientific novelty of research consists in development of practical measures to support agricultural producers to determine priority of financial instruments of sustainable development. Practical significance of the research will allow solving problems of financial support of agricultural producers and creating conditions for increasing production volumes of agricultural products. Prospects of further studies lie in the identification of the mechanism of solving the pressing problems of not only Ukraine but also the world in respect of food security.

Key words: *food security, agricultural products, financial instruments, pricing, taxation, credit, investment, the development of the country.*

УДК 338:669

АНАЛІТИЧНІ МОДЕЛІ УПРАВЛІНСЬКОГО ОЦІНЮВАННЯ ФУНДАМЕНТАЛЬНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

**МЕЛЬНИК О.В., ДОЦЕНТ,
ДВНЗ КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ
ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМ. В. ГЕТЬМАНА**

Постановка проблеми у загальному вигляді. Підвищення рівня конкурентоспроможності вітчизняних підприємств потребує якісно нових управлінських рішень, які спрямовані на забезпечення довгострокового зростання та стійкості розвитку бізнесу. Акцент менеджменту підприємств має бути сфокусованим на тих елементах

виробничої бізнес-системи, які максимально враховують увесь спектр факторів, що впливають на результативність функціонування та розвитку бізнес-структур. Одним з таких елементів є фундаментальна вартість. Фундаментально-вартісний менеджмент, на сучасному етапі прийнятий науковим та бізнес-товариством як найважливіша управлінська парадигма, яка активно набуває практичного використання. Значну увагу вчених та практиків до зростання вартості привертає значна кількість підходів, концепцій серед яких особливий інтерес представляє її дослідження саме як критерію ефективності управління бізнесом. З наукової точки зору, у такій постановці питання є певний елемент невизначеності, тобто про зростання якої саме вартості йдеться, ринкової чи фундаментальної. На формування ринкової вартості впливає досить велика кількість факторів, які є неспідконтрольними менеджменту або такі, що пов'язані з маніпуляціями інформацією про стан бізнесу. Щодо фундаментальної вартості, то основою її формування є конкурентоспроможність підприємства, а факторами зростання – інвестиційна активність та привабливість. Тому як з наукової, так і практичної точки зору актуалізується потреба у розробці аналітичних та організаційних механізмів, впровадження яких зумовило б зростання пріоритетних, з точки зору менеджменту, видів вартості підприємства.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження вартості, як критерію ефективності управління підприємством є досить обговорюваним напрямком сучасної економічної теорії, а фундаментальні результати у даному аспекті представлено у працях Е. Бредлі, Р. Брейлі, Р. Герца, А. Дамодарана, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, Д. Мартина, Дж. Мурріна, М. Скотта, Ш. Титмана, Р. Дж. Тьюлза, Дж. І. Фіннерті, У. Шарпа, Р. Дж. Екклза. На основі праць визначених авторів управлінська проблематика вартості підприємства набула потужного розвитку в дослідженнях науковців пострадянського простору І. Астраханцевої, Д. Волкова, І. Івашковської, М. Кудіної, О. Мендрула, О. Мних, А. Фролової, О. Яковлевої та ін.

Формулювання цілей статті. Розглядаючи фундаментальну вартість, як критерій ефективності управління бізнесом, метою даної наукової статті є упорядкування аналітичних моделей її оцінювання, які є інформативними та дієвими у процесах прийняття управлінських рішень.

Виклад основного матеріалу дослідження. На основі узагальнення наукових джерел у змістовних межах даної статті під

фундаментальною вартістю автор буде розуміти таку сутнісну характеристику підприємства, як форми організації капіталу, яка відображає його потенційну здатність як суб'єкту економічних відносин формувати вартість, тобто забезпечувати не тільки її створення, а і прирощення [1-9]. З точки зору бізнес-аналітики, основними вартістю формуючими факторами є сама величина функціонуючого капіталу та додана вартість, яку формує цей капітал.

Узагальнення наукових джерел [2-5, 10] щодо методів оцінювання фундаментальної вартості дозволяє зробити такі змістовні узагальнення:

– у переважній більшості наукових джерел, у яких мова йде про управлінське оцінювання вартості, науковці наголошують на том, що представлені у публікаціях методи формалізують ринкову вартість підприємства. При цьому усі вони базуються на результатних аспектах капіталотворення на підприємстві, які вимірюються на основі різних методологічних підходів, та не враховують впливу дії зовнішніх факторів, що є невідконтрольними менеджменту підприємств;

– відповідно до класичної класифікації методів оцінювання вартості підприємства, можна говорити про те, що не усі методи можна віднести до таких, що є інформативними з точки зору використання в управлінській бізнес-аналітиці (наприклад, метод очікуваних результатів від ліквідації, група методів капіталізації, метод аналога публічної компанії, тощо). При цьому говорити про те, що методи дисконтування грошових потоків, методи, що базуються на концепції економічного прибутку, що використовують для оцінок ринкової вартості, на наш погляд, неправомірно, так як у їх основу закладено результати процесів капіталотворення, що відбуваються виключно у внутрішньоорганізаційній площині.

Результати критичного аналізу описаних у сучасних наукових публікаціях аналітичних метрик, які можна використовувати у процесах управлінського оцінювання та аналізу фундаментальної вартості, дозволяє говорити про їх умовний розподіл на такі групи: аналітичні моделі, що базуються на концепції економічному прибутку та моделі, в основу яких закладено концепцію дисконтування грошових потоків.

У сучасній науковій літературі однією з найбільш поширених точок зору на методологію визначення фундаментальної вартості підприємства є теорія економічного прибутку [4, 10]. Економічний прибуток слугує вимірником вартості, яку формує підприємство протягом одиничного терміну часу та визначається як добуток спреду

продуктивності капіталу та інвестованого капіталу (формула 1) [4].

$$EP = IC \times (ROIC - WACC) \quad (1)$$

де EP – економічний прибуток (Economic Profit);

IC – величина інвестованого капіталу;

$ROIC$ – рентабельність інвестованого капіталу;

$WACC$ – середньозважені витрати на капітал.

Еволюціонуючи, концепція економічного прибутку набуває нових особливостей, які враховують потреби та тенденції розвитку сучасного бізнесу та набуває широкого практичного використання для управлінського оцінювання стратегічних ініціатив та перспектив розвитку підприємства, з урахуванням сучасних тенденцій дисконтування. Науковий розвиток методів економічного прибутку знаходить відображення у концепціях доданої вартості – остаточного операційного прибутку, економічної доданої вартості, грошової доданої вартості, доданої вартості для стейкхолдерів.

Моделі остаточного прибутку (*Residual Income Model, RIM*) пов'язують з науковими працями Е. Фами, М. Міллера, Ф. Моділіяні, Е. Едвардса, П. Белла [11]. Основою формування RIM виступають наступні фактори: величина інвестованого капіталу на момент оцінювання, фактичний та очікуваний рівень доходності на інвестований капітал, стійкість динаміки середу результатів. В контексті RIM виділяють два напрямки, які розкривають змістовне наповнення: операційний, що базується на концепції операційного остаточного прибутку (*Residual Operation Income, ReOI*) та капітальний, основою якого є чистий остаточний прибуток (*Residual Earnings, RE*). Показник остаточного операційного прибутку, що введено у науковий оборот С. Пенменом, по суті є аналогом показника економічного прибутку у версії консалтингової компанії *McKinsey&Co*. Інформаційна спрямованість *ReOI* фокусується на операційних ефектах діяльності підприємства, що зумовило у розрахунку (формула 2-3) [11] під інвестиціями використовувати балансову величину чистих активів (*NA, Net Assets*).

$$ReOI = EBI - NA \times WACC \quad (2)$$

$$ReOI = NA \times (ROA - kWACC) \quad (3)$$

де ROA – рівень рентабельності чистих активів, що розрахований на основі чистого прибутку до сплати відсотків;

EBI – прибуток до сплати відсотків за позиковий капітал, але після сплати податку на прибуток (чистий операційний прибуток);

k_{WACC} – ставка середньозважених витрат на капітал.

Становлення показника остаточного чистого прибутку (формула 4-5) [11] пов'язано з ім'ям Е. Едвардса і П. Белла, а також широко використовується консалтинговою компанією *Marakon Associates*. RE-модель досить часто зустрічається у наукових публікаціях як модель Едвардса – Белла – Олсона (*Edwards – Bell – Ohlson (EBO) valuation Model*) (умовне позначення EBO-модель було введено у науковий оборот В. Бернардом і надалі стало загальноживаним у науковій літературі та бізнес-практиці).

$$RE = NI - k_E \times E \quad (4)$$

$$RE = E \times (ROE - k_E) \quad (5)$$

де ROE – рівень рентабельності власного капіталу за чистим прибутком (даний показник в сучасних наукових дослідженнях зустрічається як «фінансова рентабельність» підприємства);

NI – чистий прибуток;

k_E – ставка витрат на власний капітал.

Показник RE характеризує чисті ефекти результатів діяльності підприємства безпосередньо з позицій акціонерів (власників). Тому, інвестиціями виступає величина власного капіталу, результатом – чистий прибуток, а рівень очікуваної доходності вимірюється на основі витрат на власний капітал.

Досконалою альтернативою RI -моделям є CVA -модель (*Cash Value Added, CVA*), основою формування якої є грошова база. Показник грошової доданої вартості, по суті виражає остаточні грошові потоки (*Residual Cash Flow, RCF*), які генерує інвестований капітал. В наукових дослідженнях розглядають дві версії показника CVA : версія *Boston Consulting Group (BCG)* та версія компанії *Frederik Weissenrieder Consulting*. Однак популярізованою є версія *BCG*, відповідно до якої CVA визначається за формулою 6 [11]:

$$CVA = CFBI - INA \times WACC \quad (6)$$

де INA – первісна вартість чистих активів.

Показник чистого грошового потоку до процентних платежів ($CFBI$) є аналогом чистого операційного прибутку (EBI), але з урахуванням не тільки бухгалтерської, а і економічної амортизації (формула 7), що дозволяє уникнути недоліків використання

RI-моделей, що пов'язані з від'ємним рівнем доходності на початку інвестиційного циклу [11].

$$CFBI = EBI + Depr - EDepr \quad (7)$$

де $Depr$ – витрати на амортизацію;

$EDepr$ – витрати на економічну амортизацію;

Досить розповсюдженим у науковому та бізнес-товаристві є показник економічної доданої вартості (*Economic Value Added, EVA*). Крім простоти розрахунку EVA дозволяє оцінювати управлінську ефективність процесів капіталотворення на підприємстві як в цілому, так і в окремих підрозділах. EVA є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості підприємства, тоді як негативна – про її руйнування [10].

У сучасній науковій літературі популяризується показник доданої вартості для стейкхолдерів (*Stakeholder Value Added, STVA*). Даний показник є досить вагомою аналітичною новацією з точки зору врахування стратегічної складової оцінювання фундаментальної вартості підприємства. У наукових працях І. Івашковської [2, 3] розвивається новий напрямок розвитку фінансової аналітики на основі фундаменту вартості для стейкхолдерів, суть якого полягає у необхідності відобразити мотиви, наміри та дії, спрямовані на досягнення бажаних та очікуваних результатів реалізації стратегії. Наукова позиція І. Івашковської стосується фундаментальних положень нової парадигми аналізу підприємства, яка базується на пріоритеті нематеріальних та нефінансових форм капіталу. Архітектура капіталу, яка представлена як співвідношення усіх його форм, фіксує сукупність усіх структурних характеристик: власність на кожну форму капіталу; мотивацію стратегічних стейкхолдерів, а також способи досягнення стратегічних намірів, що формують бізнес-модель; структуру факторів ризику та їх розподіл між стейкхолдерами. У такій змістовній постановці цільовою моделлю підприємства І. Івашковська визначає гармонізацію інтересів усіх стейкхолдерів, відповідно, висунує положення щодо доцільності забезпечення зростання вартості для всіх зацікавлених осіб бізнесу.

Щодо концепції дисконтування грошових потоків, то вона базується на простій ідеї: інвестиції додають вартість, якщо віддача від них перевищує віддачу від інших інвестицій з таким же ступенем ризику [10]. Іншими словами, при даному рівні прибутків підприємство з більш високою рентабельністю інвестицій може вкладати в бізнес менше капіталу, створюючи більший за величиною грошовий потік і,

відповідно, більшу величину фундаментальної вартості. Дисконтований грошовий потік зводить до одного числового значення усі результати діяльності підприємства протягом всього часу його функціонування і використовується в стратегічному аналізі, тоді як, економічна прибуток є лише короткостроковим фінансовим показником [6, 10].

Ще на початку ХХ сторіччя відомий економіст І. Фішер відзначив: «Основне положення теорії капіталу полягає в тому, що вартість активу дорівнює майбутнім грошовим надходженням від нього, приведеним до поточної вартості на основі відповідної ставки дисконтування» [11]. Цю думку протягом розвитку теорії фінансів підтверджували: Ф. Блек, У. Баффет, А. Грегорі, А. Дамодаран, Т. Коупленд, Ф. Модільяні, М. Міллер, Дж. Б. Уільямс, М. Шоулз і багато інших дослідників. Узагальнюючи досвід фундаментальних досліджень в області теорії і практики фінансового управління підприємством, можна констатувати, що сьогодні практично всі фахівці прийшли до наступних висновків: підприємство можна розглядати як інвестиційний проект, або сукупність окремих інвестиційних проектів; на кожен з цих проектів спрямовується певна кількість ресурсів, які генерують чисті доходи; вартість підприємства залежить від здатності капіталу генерувати грошові потоки, які можна отримати в майбутньому; вартість підприємства визначається величиною прогнозованих грошових потоків за мінусом інвестицій; вартість підприємства або будь-якого його активу являє собою функцію трьох змінних: грошових потоків, що генеруються активами, часу очікування цих потоків і ступенем невизначеності прогнозу даних.

Загальна логіка визначення вартості компанії (*Total Value of Company*) може бути представлена наступним чином (формула 8) [4]:

$$VC = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^n} \quad (8)$$

де VC – вартість компанії;
 FCF – вільний (чистий) грошовий потік;
 k – ставка дисконтування;
 n – тривалість інвестиційного періоду.

Варто акцентувати увагу на тому, що, науковці наголошують на необхідності вибору одного з двох альтернативних методів оцінювання ефективності управління підприємством за вартісним критерієм – або моделей, що базуються на концепції економічного прибутку, або

дисконтування грошових потоків. Не зважаючи на змістовну тотожність результатів оцінювання автором дотримується точки зору, що з точки зору управлінського аналізу моделі, які базуються на концепції економічного прибутку є більш інформативними, так як характеризуються більш високим рівнем факторної інтерпретації, що дуже важливо з точки зору побудови ієрархії цілей за різними рівнями управлінського впливу на процеси капіталотворення.

Висновки. Узагальнюючи представлені характеристики та обмеження аналітичних моделей управлінського оцінювання фундаментальної вартості підприємств можна говорити про доцільність їх синтетичного використання та комбінування показників. Однак, слід усвідомлювати, що ефективність управлінських рішень за фундаментально-вартісними критеріями може бути досягнута лише за умови підпорядкування єдиній меті, на основі якої вибудовується аналіз та оцінювання. Тому, вибір аналітичної моделі відповідно до ситуації має здійснюватися виходячи із оперативності, рівня співставленості вигід і витрат, що пов'язані з отриманням інформації, необхідної для здійснення достовірних розрахунків.

Література.

1. **Астраханцева И.А.** Методология нелинейного динамического управления стоимостью компании. ГОУВПО «Ивановский государственный энергетический университет имени В.И. Ленина», г. Иваново. 2011. 172 с.

2. **Ивашковская И.** Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров Москва. Инфра-М, 2009. 430 с.

3. **Ивашковская И.В.** Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход Москва: ИНФРА-М, 2013. 319 с.

4. **Кудина М.В.** Теория стоимости компании: [Монография]. Москва. ИД «ФОРУМ», ИНФРА-М, 2010. 368 с.

5. **Мендрул О.Г.** Управління вартістю підприємств: [Монографія] Київ: КНЕУ, 2002. 272 с.

6. **Мендрул О.Г.** Управління вартістю підприємства: навчальний посібник. Київ: КНЕУ, 2011. 538 с.

7. **Мних О.Б.** Маркетингова концепція формування вартості машинобудівного підприємства: теорія і практика: [Монографія]. Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2009. 428 с.

8. **Теплова Т.В.** Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. Москва: Вершина, 2006. 272 с.

9. **Яковлева Е.А.** Управление стоимостью предприятия в инновационном процессе: [Монография]. Санкт-Петербург. Изд-во СПбГПУ, 2008. 156 с.

10. **Фролова Л.В.** Управління вартістю підприємства. монографія. Кривий Ріг, 2015. 290 с.

11. **Волков Д.А.** Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты: [Монография]. Санкт - Петербург: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. 320 с.

References.

1. **Astrakhtantseva I.A.** (2011). *Metodologiya nelineynogo dinamicheskogo upravleniya stoimost'yu kompanii* [Methodology of nonlinear dynamic management of company value]. Ivanovo: GOUVPO «Ivanovskiy gosudarstvennyy energeticheskiy universitet imeni V.I. Lenina», p. 172 [in Russian].

2. **Ivashkovskaya I.** (2009). *Modelirovaniye stoimosti kompanii* [Modeling the value of the company]. Moscow: Infra-M, p. 430 [in Russian].

3. **Ivashkovskaya I.V.** (2013). *Finansovyye izmereniya korporativnykh strategiy* [Financial dimensions of corporate strategies]. Moscow: INFRA-M, p. 319 [in Russian].

4. **Kudina M.V.** (2010). *Teoriya stoimosti kompanii* [Theory of company value]. Moscow: ID «FORUM», INFRA-M, p. 368 [in Russian].

5. **Mendrul O.G.** (2002). *Upravlinnya vartistyu pidpriemstv* [Management of business events]. Kiev: KNEU, p. 272 [in Ukrainian].

6. **Mendrul O.G.** (2011). *Upravlinnya vartistyu pidpriemstva* [Office of the business administration]. Kiev: KNEU, p. 538 [in Ukrainian].

7. **Mnikh O.B.** (2009). *Marketingova kontseptsiya formuvannya vartosti mashinobudivnogo pidpriemstva: teoriya i praktika* [Marketing conception of formality of the machine-tool technology: theory and practice]. L'viv: Vidavniststvo Natsional'nogo universitetu «L'viv's'ka politekhnika», p. 428 [in Ukrainian].

8. **Teplava T.V.** (2006). *Investitsionnyye rybahi maksimizatsii stoimosti kompanii* [Investment leverage to maximize company value]. Moscow: Vershina, p. 272 [in Russian].

9. **Yakovleva Ye.A.** (2008). *Upravleniye stoimost'yu predpriyatiya v innovatsionnom protsesse* [Management of enterprise value in the innovation process]. Saint-Petersburg: Izd-vo SPbGPU, p. 156 [in Russian].

10. **Frolova L.V.** (2015) *Upravlinnya vartistyu pidpriemstva* [Management of the business of the company]. Kriiviy Rig, p. 290 [in Ukrainian].

11. **Volkov D.L.** (2008) *Teoriya tsennostno-orientirovannogo menedzhmenta: finansovyy i bukhgalterskiy aspekty* [The theory of value-oriented management: financial and accounting aspects]. Saint-Petersburg: Vysshaya shkola menedzhmenta SPbGU, p. 320 [in Russian].

Анотація.

Мельник О.В. Аналітичні моделі управлінського оцінювання фундаментальної вартості підприємств.

Метою даної статті є упорядкування аналітичних моделей управлінського оцінювання фундаментальної вартості підприємств. У ході роботи над статтею використано такі методи: наукового узагальнення – при систематизації існуючих методичних підходів до оцінювання вартості підприємств; системного аналізу та синтезу

— при упорядкуванні аналітичних моделей оцінювання фундаментальної вартості підприємств. Результатом проведеного дослідження є упорядкована сукупність аналітичних моделей, що дозволяють оцінювати вартість підприємства з точки зору його здатності формувати та забезпечувати зростання доданої вартості на вкладений капітал. Практична цінність отриманих результатів полягає у можливості використання представленого у статті аналітичного інструментарію у процесах формування управлінської бізнес-аналітики.

Ключові слова: фундаментальна вартість, додана вартість, економічний прибуток, дисконтований грошовий потік, аналітичні моделі вартості.

Аннотация.

Мельник О.В. Аналитические модели управленческой оценки фундаментальной стоимости предприятий.

Целью данной статьи является систематизация аналитических моделей управленческого оценивания фундаментальной стоимости предприятий. В ходе работы над статьей были использованы такие методы: научного обобщения - при систематизации существующих методических подходов к оценке стоимости предприятий; системного анализа и синтеза - при упорядочении аналитических моделей оценки фундаментальной стоимости предприятий. Результатом проведенного исследования является сгруппированная совокупность аналитических моделей, позволяющих оценивать стоимость предприятия с точки зрения его способности формировать и обеспечивать рост добавленной стоимости на вложенный капитал. Практическая ценность полученных результатов заключается в возможности использования представленного в статье аналитического инструментария в процессах формирования управленческой бизнес-аналитики.

Ключевые слова: фундаментальная стоимость, добавленная стоимость, экономическая прибыль, дисконтированный денежный поток, аналитические модели стоимости.

Abstract.

Melnyk O.V. Analytical models of management evaluation of the fundamental value of enterprises.

The purpose of this article is to streamline analytical models of managerial valuation of the fundamental value of enterprises. In the course of work on the article the following methods were used: scientific generalization – in the systematization of existing methodological approaches to the valuation of enterprises; system analysis and synthesis - in ordering analytical models of valuing the fundamental value of enterprises. The result of the study is an orderly set of analytical models that allow us to estimate the value of an enterprise in terms of its ability to form and provide value-added growth for invested capital. The practical value of the obtained results lies in the possibility of using the analytical toolkit presented in the article in the processes of management business analytics formation.

Key words: fundamental value, added value, economic profit, discounted cash flow, analytical models of value.