

УДК 65.011.12

В. О. АРТЕМЕНКО

ФІНАНСОВА ОЦІНКА КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Наведено методика фінансової оцінки конкурентоспроможності підприємств.

Ключові слова: грошові потоки, темп зростання, реінвестиції, конкурентоспроможність.

In the article adumbrated the results of cash flows' growth estimation methodic perfection.

Key words: cash flow, growth rate, reinvestment, competitiveness.

Оцінка конкурентоспроможності аграрного підприємства фінансовим інвестором спирається на дохідний підхід, в основу якого покладено методика дисконтування грошових потоків підприємства. Виходячи зі змісту методика 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 і надійних значень оцінки вартості підприємства. У свою чергу, це є одним з критеріїв прийняття інвестиційних рішень інвестором і 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 і спрямованих на залучення інвестицій.

Досвід роботи закордонних підприємств свідчить, що для своєчасного виявлення проблем у сфері розвитку конкурентних переваг та їх вирішення підприємства з постійною періодичністю проводять власну оцінку конкурентних переваг. Це дозволяє уникнути конфліктів із зовнішнім оточенням та з контролюючими установами. Для дієздатності перевірок використовуються різні методи. Усі закордонні підприємства здійснюють власне оцінювання конкурентоспроможності і конкурентних переваг. Відмінності оцінок складають вибір методик оцінки і періодичності цих перевірок, які відбуваються не рідше одного разу на рік. Більшість підприємств проводить аналіз, заснований на методі “витрати-ефективність”. Однак це не єдиний метод аналізу, проте в науковій літературі питання фінансової оцінки підприємства значного розвитку не отримало.

Окремі аспекти зазначеного питання було висвітлено в роботах В. Гончарова [1], Є. Зенченко [2], С. Лосєва [3]. Слід також зазначити, що деякі аспекти проблематики фінансової оцінки підприємства отримали розвиток у зарубіжних наукових дослідженнях, зокрема А. Майєра та Н. Беккера [4], М. Дженсена та В. Меклінга [5]. У роботі С. Лосєва було обґрунтовано, що при оцінці середніх

темтів зростання грошових потоків підприємства, порівняно із середнім арифметичним, перевагу має середньгеометричне значення [3]. У дослідженні Є. Зенченко, серед інших питань, також досліджувалося питання вибору значення грошового потоку для дисконтування [2].

У роботах зарубіжних дослідників досліджено вплив результатів оцінки на прийняття управлінських рішень на підприємстві, зокрема інвестиційних [4; 5]. Аналіз наукової літератури визначив відсутність спільних підходів до фінансової оцінки підприємств, вибору їх значень і фундаментальних детермінант.

Метою статті є висвітлення існуючих методик фінансової оцінки аграрних підприємств у структурі оцінки конкурентоспроможності.

Конкурентоспроможності підприємств не властиві ідентифікованість і відособленість. Оскільки кожне підприємство є унікальним, має індивідуальні властивості, то кожному з них притаманні специфічні способи й інструменти формування власної конкурентоспроможності. Проте, незважаючи на індивідуальність підходів і способів формування конкурентоспроможності підприємствами, стратегії розвитку конкурентоспроможності ґрунтуються на певних організаційних і концептуальних засадах.

Оцінка конкурентоспроможності підприємства дозволяє визначити резерви розвитку конкурентних переваг підприємств, ґрунтується на сучасних підходах до оцінки матеріальних і нематеріальних активів. Дослідження методів, способів і підходів до оцінки матеріальних і нематеріальних конкурентних переваг підприємства дозволяє зробити такі висновки: по-перше, методики оцінки нематеріальних конкурентних переваг підприємства розрізнені і характеризують різні аспекти; по-друге, наведені методики переважно орієнтовані на визначення вартості нематеріальних конкурентних переваг підприємства, ототожнюючи нематеріальні переваги з поняттям “гудвіл”; по-третє, сучасні підходи до оцінки не враховують вплив чинників зовнішнього і внутрішнього середовищ; по-четверте, способи визначення резерву розвитку нематеріальних конкурентних переваг підприємства вузькоспрямовані, не повною мірою враховані складові нематеріальних конкурентних переваг; по-п’яте, оцінки, наведені у фаховій літературі, загальнотеоретичні, не враховують галузевої специфіки та специфіки діяльності національних підприємств. Отже, відсутність одностайної загальноприйнятої методики оцінки як конкурентоспроможності підприємства, так і його конкурентних переваг обумовлює різні підходи до оцінки конкурентних переваг підприємств і вимагає розробки універсального способу проведення такої оцінки.

Одночасно нарівні з якісною діагностикою конкурентоспроможності підприємств доцільно здійснювати її кількісну оцінку, яка відображає економічну сутність їх конкурентоспроможності. Розглянуті особливості економічної оцінки дозволили удосконалити комплексний підхід до вартісної оцінки конкурентоспроможності підприємств. Удосконалений підхід до вартісної оцінки ґрунтується на поєднанні рис порівняльного та дохідного методів і враховує економічні та ринкові аспекти діяльності підприємства, тобто оцінює його ринкові позиції, їх стійкість та економічну ефективність господарської діяльності підприємства.

Першим питанням, що погребує визначення – база дисконтування, тобто значення грошового потоку, оцінка темпів зростання якого буде здійснюватися. У таблиці наведено результати аналізу можливих показників, які можуть використовуватися з цією метою. З погляду на особливості застосування наведених показників, найприйнятнішим для розрахунків, у нашому випадку, є показник FCFF (Free cash flow of firm – вільний грошовий потік фірми), що дорівнює сумі ЕВІТ (1-Т) (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

Аналіз особливостей застосування значень грошових потоків

<i>Показник грошового потоку</i>	<i>Особливості застосування</i>
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 тягара 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 слід розраховувати як суму NOPLAT та відсоткових виплат. Це пов'язано з тим, що відносна частка реінвестицій та інвестицій у загальному обсязі ЕВІТ (1-Т) у прогнозний (період високого зростання) та постпрогнозний (період

уповільненого зростання) періоди відрізняється. А ретроспективний аналіз ЕВІТ (1-Т) як суми NOPLAT і відсоткових виплат надасть можливість врахувати всі позаопераційні ризики підприємства за досліджуваній період.

Доцільними є оцінка потенціалу ЕВІТ (1-Т) до зростання, та розрахунок на цій основі FCFF у прогностичний та постпрогностичний 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) у досліджуваній період. Аналітичний підхід передбачає розрахунок середніх значень зростання грошових потоків за аналізованій період функціонування підприємства. Процес дослідження показників темпу зростання грошових потоків ЗАТ “Харківська бісквітна фабрика” та ВАГ “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.

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

де: $g_{расч}$ – фундаментальний показник зростання ЕВІТ(1-Т); $K_{реинв}$ – коефіцієнт реінвестування (2); ROC – рентабельність довгострокового капіталу.

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

де: NTCpX – капітальні інвестиції; A – амортизація; ChgWC – зміна обсягу оборотного капіталу.

У 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 $K_{реинв}$ визначає відносну частку прибутку минулого періоду, яка була 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 $g_{расч}$.

Інформація, отримана за результатами оцінки, необхідна для розробки організаційного механізму розвитку конкурентоспроможності, встановлення стану його елементів і прийняття рішень щодо їх використання. За даними результатами

розробляються управлінські рішення з розвитку конкурентоспроможності підприємства. Для комплексного дослідження конкурентних позицій підприємства доцільним є оцінка і встановлення його операційної ефективності і стратегічного позиціонування. Така оцінка має здійснюватися на основі зіставлення відповідних показників підприємства з конкурентами. Оцінку конкурентних переваг на підприємстві здійснюють його фахівці. З метою забезпечення об'єктивності результатів і специфічних сфер дослідження можуть бути запрошені фахівці сторонніх організацій.

На користь проведення економічної оцінки конкурентоспроможності свідчить те, що фінансові показники чітко виражають її рівень. Результати фінансової оцінки показують не тільки рівень конкурентоспроможності підприємства, а й напрями і способи її розвитку. Проте без відповідного інструментарію розвинути конкурентні переваги досить складно. Тому актуалізується питання з дослідження і формування інструментів розвитку переваг підприємств.

Нааявність впливу зовнішнього і зміни внутрішнього середовища на сукупність складових переваг підприємства та його конкурентоспроможність обумовлює організацію свідомого та системного управління ними з метою одержання не тільки чіткої структури, а й цілісної структури конкурентних переваг підприємства. Для цього необхідно використати сукупність інструментів впливу і взаємодії підприємства з фокус-групами і контактними аудиторіями в цілому. У роботі наведено результати дослідження, спрямованого на вдосконалення існуючих методик фінансової оцінки підприємств в системі оцінки їх конкурентоспроможності. Обґрунтовано вибір значень використовуваних грошових потоків та сформовано методику оцінки перспективних темпів їх зростання.

Література:

1. *Гончаров В. М.* Визначення системи закономірностей ефективного розвитку підприємств в умовах функціонування у конкурентному середовищі : в 3 т. / В. М. Гончаров // Економіка: проблеми теорії та практики / зб. наук. пр. – Дніпропетр. : ДНУ, 2007. – Вип. 223. – Т. 2. – С. 646–650.
2. *Зенченко Є. О.* Оцінка ринкової вартості компанії як основа прийняття інвестиційних рішень : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Є. О. Зенченко. – Х, 2000. – 16 с.
3. *Лосев С. В.* Эмиссия корпоративных ценных бумаг и трансакционные издержки: вопросы теории и практики : дис. ... канд. экон. наук : спец. 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.

Надійшла до редколегії 06.06.2011 р.