



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
Чорноморський національний університет  
імені Петра Могили

Кафедра фінансів і кредиту

Джигалюк Дмитро Віталійович

ВПЛИВ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ  
НА ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНІ ПОКАЗНИКИ  
ПІДПРИЄМСТВ

АВТОРЕФЕРАТ

дипломної роботи на здобуття  
ступеня вищої освіти магістр  
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»  
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»  
за освітньо-професійною програмою «Фінанси і кредит з  
поглибленим вивченням іноземної мови»

Науковий керівник:  
канд. екон. наук, доцент Конєва Т. А.

Рецензент:  
канд. екон. наук, доцент Нетудихата К. Л.

Миколаїв 2020

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Однією з провідних західних тенденцій оцінки діяльності суб'єкта господарювання та прийняття рішення про доцільність інвестицій в його діяльність є вартість його бізнесу та динаміка її зростання. В Україні це питання зараз є актуальним, адже у сучасних умовах необхідність залучення власних та іноземних інвестицій у провідні галузі діяльності бізнесу – одна із складових поліпшення стану економіки держави.

Досліджуючи питання вартісно-орієнтованого управління науковці акцентують увагу на різних методиках розрахунку його результативності.

Давидов О.І. акцентує увагу на важливості концепції вартісно-орієнтованого управління та розглядає у своїх роботах методики визначення показників економічної доданої вартості, та інших показників рентабельності, звертаючи увагу на важливість не тільки бухгалтерських, а і альтернативних витрат діяльності бізнесу.

Г. І. Базецька, Л. Г. Суботовська, та Ю. В. Ткаченко у своїх дослідженнях наголошують на важливості зв'язку між вартістю бізнесу та максимізацією прибутку підприємства. Увагу звертають на фактор часу, ступінь ризиковості ведення бізнесу та формування чіткої політики сплати боргів.

Серед іноземних дослідників можна виокремити таких як J. Simms, H. Ronte, D.G. Marsh, J. Condon, J. Goldstein, M. Christopher, L. Ryals, J. Mc Tarrart, P.W. Kontes, A. Black, P. Wright, J. Bachaman, G. Arnold, J.D. Martin, J. W. Petty, T. Leahy, F. Boulos, P. Haspeslagh, T. Noda та інші. У своїх роботах вони описують необхідність практики вартісно-орієнтованого управління компаніями та виражають вартісно-орієнтований менеджмент результатом процесом та необхідністю їх поєднання при формування вартості фірми.

Одним із факторів впливу на вартісні показники виокремлюють політику фінансування як ілюстрацію стану фінансового забезпечення фірми. Співвідношення різних ресурсів та їхня роль у фінансуванні діяльності формують консервативну, помірну та агресивну політики. Кожна з них має свої сильні та слабкі сторони, і за певних умов може бути ефективною. Але,

незважаючи на існуючі дослідження, характер впливу фінансового забезпечення на вартість бізнесу не встановлений. Невідомо, яка з політик і за яких умов сприятиме зменшенню витрат на залучення капіталу, зростанню економічної та грошової доданої вартості, рентабельності інвестицій за грошовим протоком та інших вартісно-орієнтованих показників.

Тож, основною проблематикою даного дослідження є визначення характеру зв'язку між фінансовим забезпеченням та станом вартісно-орієнтованих показників підприємств.

Гіпотеза дослідження: визначивши характер впливу фінансового забезпечення підприємства на вартісно-орієнтовані показники, можна обрати такий вид політики фінансування, що сприятиме зростанню вартості бізнесу.

Безумовним чином, подібне дослідження вимагає ґрунтування на фінансовій звітності реальних підприємств. У зв'язку з чим, інформаційною базою стали представники виноробної галузі України, що є традиційною сферою діяльності, як найбільш перспективні суб'єкти господарювання для залучення інвестицій з метою зростання конкурентоспроможності та вартості бізнесу.

Метою даної роботи є визначення впливу фінансового забезпечення виноробних підприємств України на формування їхніх вартісно-орієнтованих показників.

Для досягнення поставленої мети необхідно виконати наступні завдання:

- здійснити огляд існуючої літератури та виявити підходи до формування політики фінансування та ролі фінансового забезпечення в системі вартісно-орієнтованого управління підприємства;

- розробити методологію дослідження впливу фінансового забезпечення на вартісно-орієнтовані показники підприємства;

- відповідно методології здійснити емпіричний аналіз політик фінансування та показників сукупного доходу акціонерів, середньозваженої вартості капіталу, економічної доданої вартості, рентабельності інвестицій за

грошовими потоками та залишкового грошового потоку на основі фінансової звітності виноробних підприємств протягом обраного періоду;

- на основі отриманих результатів запропонувати рекомендації щодо поліпшення фінансового стану обраного підприємства виноробної галузі України з метою підвищення рівня вартісно-орієнтованих показників.

Об'єктом дослідження дипломної роботи є процес формування вартості підприємства.

Предметом дослідження дипломної роботи є теоретичні та практичні аспекти впливу фінансового забезпечення на вартісно-орієнтовані показники підприємств обраної сфери діяльності.

В дипломній роботі використані такі методи дослідження: аналізу та синтезу (при дослідженні особливостей фінансових політик, їх видів та теоретичних засад впливу на вартість бізнесу); статистичний (при оцінюванні динаміки необхідних значень вартісних показників); структурний аналіз (при дослідженні структури власного капіталу та зобов'язань суб'єкта господарювання); табличний метод (для наочного викладення систематизованої інформації щодо об'єкту дослідження); індукції та дедукції (при розробці рекомендацій щодо вибору політики фінансування з метою покращення стану вартісно-орієнтованих показників підприємства).

Інформаційною базою є фінансова звітність підприємств, дані державної служби статистики, науково-практичні та теоретико-методичні роботи вітчизняних і зарубіжних вчених, аналітичні статті.

Наукова новизна одержаних результатів. У магістерській роботі здійснено постановку й визначено вплив фінансового забезпечення діяльності суб'єкта господарювання на формування вартісно-орієнтованих показників підприємств виноробної галузі України. При цьому, було отримано такі результати:

*удосконалено:*

– методику аналізу фінансового стану підприємства через запровадження процедури оцінки впливу політики фінансування на вартісно-орієнтовані показників, зокрема середньозваженої вартості капіталу, сукупного доходу

акціонерів, економічної та грошової доданої вартості, рентабельності інвестицій на основі грошових потоків;

– процес розрахунку вартості власного капіталу виноробних підприємств через коригування бета-коефіцієнта з урахуванням виноробної галузі та рівня залученого боргу обраних підприємств.

*дістало подальшого розвитку:*

– аналіз впливу фінансового забезпечення на вартісно-орієнтовані показники виноробних підприємств, внаслідок чого було виявлено відносно високий рівень результативності у трьох з п'яти досліджуваних фірм за агресивної політики фінансування, в тому числі при низькій частці власного капіталу; на порядок нижче динаміка створення вартості при консервативній та помірній політиці; а також від'ємна динаміка вартісних показників в умовах реалізації суперагресивної політики фінансування;

– заходи з підвищення вартості бізнесу через стабілізацію ситуації з товарними заборгованостями через недопущення прострочення платежів; заохочення дебіторів до своєчасної оплати; застосування факторингу; відстрочення термінів, пролонгації, конверсії боргу; трансформації боргу у власний капітал. Необхідними напрямками також є модернізація та технічне переоснащення основних засобів, оптимізація обсягів та нормування запасів; застосування передових технологій у збутовій та маркетинговій політиці.

Теоретичне значення роботи полягає у поглибленні теоретичних знань з питань впливу фінансового забезпечення підприємства на формування його вартості.

Практичне значення одержаних результатів. Проаналізовано фінансовий стан досліджуваних підприємств, а також визначено основні відмінності показників вартості та їх динаміку зміни в залежності від політики фінансування та структури капіталу, на основі чого надано рекомендації, щодо оптимізації діяльності підприємства та необхідного стану фінансового забезпечення.

Очікуваний результат полягає у тому, щоб на основі аналізу фінансової звітності підприємств (ПАТ «Коблево», ПрАТ «Південна винокурня», ПАТ «Дім марочних коньяків «Таврія», ПАТ «Одеський коньячний завод» та ПрАТ «Болградський виноробний завод») за період 2013-2017 років виявити оптимальну структуру капіталу та фінансового забезпечення, що сприяли б стабільному зростанню вартості підприємства.

Мотивацією в проведенні цього дослідження є те, що в Україні виноробна галузь є однією з найперспективніших та тих, що створюють попит. І через зростання тиску з боку конкурентів та появою нових субститутів вітчизняний ринок потребує припливу інвестицій та укрупнення діяльності бізнесу для забезпечення конкурентоспроможності, що може бути досягнуто, в тому числі, через зростання рівня вартісно-орієнтованих показників.

Для досягнення поставлених цілей дослідження у першій главі здійснено огляд літератури та виявляються підходи до визначення видів політики фінансування на підприємстві, актуальності вартісно-орієнтованого управління на підприємстві та визначення вартісно-орієнтованих показників і теоретичних аспектів зв'язку між ними та фінансовим забезпеченням.

Друга глава присвячена методології дослідження формування виду фінансового забезпечення та структури капіталу і розрахунку обраних вартісно-орієнтованих показників, таких як середньозважена вартість капіталу, сукупний дохід акціонерів, економічна додана вартість, рентабельність інвестицій за грошовими потоками та залишковий грошовий потік.

У третій главі здійснюється емпіричний аналіз впливу фінансового забезпечення на формування вартості діяльності підприємства. Зокрема проводиться розрахунок усіх вищезазначених вартісно-орієнтованих показників та визначення стану структури капіталу на підприємствах.

Четверта глава слугує для підведення підсумків щодо впливу фінансового забезпечення на вартість досліджуваних підприємств, надаються рекомендації щодо поліпшення ефективності діяльності, значень вартісно-орієнтованих показників та фінансового стану обраного підприємства.

Основні результати магістерського дослідження представлено в статті загальним обсягом 0,44 д.а., надрукованій у науковому журналі.

Структура та обсяг дипломної роботи. Дипломна робота складається зі вступу, чотирьох глав, висновків, списку використаних джерел із 50 найменувань та 5 додатків. Основний зміст роботи викладено на 101 сторінці тексту. Дипломна робота містить 45 таблиць.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИПЛОМНОЇ РОБОТИ МАГІСТРА

У вступі обґрунтовано актуальність теми дослідження, визначено мету, завдання, предмет та об'єкт дослідження, його методи та інформаційну базу, розкрито наукову новизну і практичне значення одержаних результатів.

У першій главі «Огляд літератури з виявлення напрямків впливу фінансового забезпечення діяльності на вартісно-орієнтовані показники підприємств», що містить два пункти, наводяться сутність, види та критерії політики фінансування підприємств. Розкрито роль фінансування в системі вартісно-орієнтованого управління, основні показників оцінки вартості бізнесу.

У сучасному світі головна мета діяльності розвинутих підприємств – це повернення інвестованої та акумулювання нової вартостей. Саме вартість бізнесу виступає визначальним фактором при аналізі діяльності та оцінці життєздатності суб'єкта господарювання, є ключовим фактором при прийнятті інвестиційних рішень.

Вартісно-орієнтоване управління характеризує підхід, за якого загальне спрямування компанії та всі управлінські процеси спрямовані на збільшення вартості фірми через фокусування управлінських рішень на ключових аспектах формування вартості (Copeland et al, 2000).

Серед основних вартісно-орієнтованих показників відокремлюють:

- Total Shareholders Return (TSR). Це показник сукупного доходу інвесторів. Він характеризує зміни в ціні акцій фірми та у сумі сплачених дивідендів за визначений період часу та виступає мірилом при аналізі добробуту капіталодавців;

- WACC, або ж середньозважена вартість капіталу, як оцінка альтернативних витрат та плату за користування власними та залученими фінансовими ресурсами. Економічний зміст застосування середньозваженої вартості капіталу полягає в розрахунку мінімально допустимого рівня доходності інвестиційного проекту;

- Economic value added (EVA), або ж модель економічної доданої вартості була розроблена Б. Стюартом та Д. Стерном і запатентована компанією “Stern Stewart & Co” на початку 90-х років XX століття. Це одна з найбільш поширених у використанні моделей вартісно-орієнтованого управління бізнесом.

- Cash flowm return on investments (CFROI) - Модель рентабельності інвестицій за грошовими потоками, що застосовується для вимірювання віддачі у вигляді грошових потоків від інвестицій з урахуванням тимчасової цінності грошей;

- Cash value added (CVA) – модель грошової доданої вартості. Ця модель характеризує залишкові грошові потоки, що були згенеровані інвестиціями в підприємство. Ця модель враховує як грошові потоки так і середньозважену вартість капіталу і вважається універсальним мірилом створення вартості компаніями.

Серед безлічі драйверів створення вартості є необхідність розгляду системи фінансового забезпечення на підприємстві. Від неї багато в чому залежить своєчасність і повнота фінансування виробничо-господарської діяльності та розвитку підприємства, виконання фінансових зобов’язань перед державою й іншими суб’єктами господарювання. За рахунок різних співвідношень власного та позикового капіталів, як результату фінансового забезпечення діяльності фірми, реалізуються різні види політик фінансування. Вирізняють консервативний, помірний, агресивний та суперагресивний види.

Встановивши критерії політик фінансування, а також обравши основні вартісно-орієнтовані показники, можливо обґрунтувати методологію дослідження впливу фінансового забезпечення підприємства на створення його



вартості.

У другій главі «Методологія дослідження впливу фінансового забезпечення на вартісно-орієнтовані показники підприємств», що складається з трьох пунктів, обґрунтовано процедуру дослідження впливу політики фінансування на сукупний дохід власників, формування середньозваженої вартості капіталу та економічної доданої вартості, рентабельності інвестицій на основі грошових потоків та грошової доданої вартості.

Інформаційною базою даних було обрано фінансову звітність п'яти виноробних підприємств за період 2013-2017 років. З метою забезпечення власної конкурентоспроможності на товарному ринку в умовах пресингу з боку зарубіжних імпортерів, для залучення капіталу на фінансовому ринку на вигідних умовах та зміцнення позицій в цілому, виноробні підприємства України мають реалізовувати вартісно-орієнтовану діяльність.

Основним критерієм виду політики фінансового забезпечення активів підприємства було обрано частку власного оборотного капіталу (далі ВОК) у фінансуванні оборотних активів (далі ОА). Існуючі дослідження показали, що для помірної політики фінансування встановлено значення ВОК/ОА від 40% до 59%. Якщо ВОК менший за 40% – компанії притаманна агресивна політика фінансування, у випадку коли частка ВОК складає 60% і більше – консервативна. Якщо показник буде мати від'ємне значення, причиною якого є від'ємний ВОК, прийнято стверджувати, що це прояв суперагресивної політики фінансування.

Першим показником, що безпосередньо характеризує та впливає на рух вартості підприємства було обрано Total Shareholders Return (TSR), або ж сукупний дохід акціонерів. Оскільки, обрані нами підприємства для аналізу не беруть участі в операціях фондового ринку, було запропоновано розрахувати цей показник, як суму змін власного капіталу суб'єктів господарювання. Адже зростання власного капіталу «в ключі» зростання його нерозподіленого прибутку має прямий вплив на збільшення добробуту власників підприємства.

Далі показник WACC – це поняття, яке характеризує вартість коштів або ж фінансових ресурсів, що залучаються підприємством. Чим нижча середньозважена вартість капіталу на підприємстві серед конкурентів, тим більшу вигоду, тобто дохідність будуть мати кредитори та власники при вкладанні коштів у різноманітні інвестиційні проекти. Середньозважена вартість капіталу обчислювалась за формулою, в якій вона рівнялась сумі добутку частки власного капіталу у пасивах на вартість власного капіталу та добутку частки боргів у пасивах на вартість боргу, скориговану на податок на прибуток підприємств.

Були обґрунтовані методики визначення складових вартості власного капіталу фірми, таких як безризикова ставка, коефіцієнт- $\beta$  та премія за ризик інвестування.

В якості безрискової ставки за порадою А. Дамодарана береться річна ставка за довгостроковими казначейськими облігаціями США, коригована з урахуванням темпів інфляції в США та Україні.

$\beta$ -коефіцієнт був взятий з доступної бази даних для галузі виробництва алкогольних напоїв, спеціально розрахований для ринків, що розвиваються. Разом з цим, даний коефіцієнт був скоригований на фінансовий леверидж досліджуваних у роботі виноробних підприємств.

Розмір премії за ризик було вирішено розраховувати на основі рентабельності операційної діяльності сільського господарства в Україні як найкращої альтернативи для інвестування. Такий вибір був зумовлений тим, що основна сировина виноробних підприємств України – виноград, який, в свою чергу, є продуктом діяльності сільського господарства.

Вартість власного капіталу для підприємств розраховувалась, як сума безрискової ставки і скоригованої на  $\beta$ -коефіцієнт з урахуванням боргового тягара різниці між ринковою ставкою дохідності та тією ж безрисковою ставкою (премія за інвестування).

Вартість боргу було визначено як частку фінансових витрат у позичковому капіталі з урахуванням податкової економії.

Наступним показником для дослідження у цьому підрозділі було обрано показник Economic Value Added (EVA) або модель економічної доданої вартості. Сутність розрахунку даного показника полягає в тому, що від суми чистого операційного прибутку після оподаткування віднімається величина плати за увесь інвестований у підприємство капітал, що був задіяний при отриманні прибутку, виражена чистими операційними активами скоригованими на середньозважену вартість капіталу. В свою чергу, NOA (чисті операційні активи) – це сума активів за виключенням грошей і фінансових інвестицій «мінус» усі боргові зобов'язання за виключенням тих, що потребують сплати відсотків (короткострокові кредити банків). Позитивна величина EVA свідчить про те, що вартість фірми зростає і вона отримує чистий економічний прибуток.

Модель CFROI (рентабельність інвестицій за грошовими потоками) передбачає визначення очікуваної від інвестицій віддачі у вигляді грошових потоків та враховує тимчасову цінність грошових коштів. Діяльність суб'єкта господарювання вважається економічно доцільною та фінансово вигідною з позиції створення приросту вартості акціонерів та збільшення їх добробуту, коли рентабельність інвестицій за грошовими потоками перевищує значення середньозваженої вартості капіталу. Він розраховується як частка чистого операційного грошового потоку у сумі задіяного у процесі діяльності підприємства капіталу.

Останнім показником вартісно-орієнтованого управління підприємством було обрано показник Cash Value Added (CVA) або ж модель залишкового грошового потоку. На відміну від EVA, CVA робить акцент на грошові потоки і показує, чи вистачило підприємству коштів у вигляді грошового потоку для забезпечення поточної діяльності та погашення витрат на капітал, акумулювання залишкового грошового потоку. Простіше кажучи CVA дає нам зрозуміти як багато грошей компанія створює, здійснюючи свої операції.

Грошова додана вартість обчислюється як добуток різниці між рентабельністю інвестицій за грошовими потоками і середньозваженою вартістю капіталу та суми валових інвестицій підприємства. При цьому, сума

валових інвестицій визначається як сума чистих операційних активів та необоротних активів з урахуванням їх амортизації.

Якщо залишковий грошовий потік більший за нуль – компанія створює достатньо коштів для забезпечення своєї діяльності та погашення витрат на капітал, результатом чого є зростання вартості бізнесу. Якщо ж фактичний грошовий потік буде меншим за необхідний, на фірмі буде простежуватись дефіцит потоку грошових коштів і CVA буде від'ємним.

Третя глава «Емпіричний аналіз впливу фінансового забезпечення діяльності на вартісно-орієнтовані показники виноробних підприємств України», представляє результати дослідження впливу політик фінансового забезпечення кожного з підприємств на вище зазначені вартісно-орієнтовані показники, виділено причини відповідних змін та досліджено взаємозв'язок між ними.

Вид політик фінансування підприємств продемонстрований у табл. 1.

Таблиця 1

## Вид політики фінансування підприємств

Підприємства/Роки	2013	2014	2015	2016	2017
ПАТ «Коблево»	А	С	А	П	А
ПрАТ «Південна Винокурня»	А	А	А	А	А
ПАТ «ДМК «Таврія»	П	П	П	А	А
	При низькій частці власного капіталу в пасивах				
ПрАТ «ОКЗ»	К	К	П	П	П
	При низькій частці власного капіталу в пасивах				
ПрАТ «БВЗ»	С	С	С	С	К

Де: К – Консервативна; П – Помірна; А – Агресивна; С – Суперагресивна.

Як видно з таблиці, консервативної у 2013-2014 роках та помірної у 2015-2017 роках політики фінансування, при низькій частці власного капіталу притримується ПрАТ «Одеський коньячний завод». ПАТ «Таврія» має помірну політику протягом 2013-2015 років і агресивну протягом 2016-2017 років. ПрАТ «Південна винокурня» протягом всього періоду дослідження притримується агресивної політики фінансування. У ПАТ «Коблево» наймінливіші показники. У 2013, 2015 та 2017 роках вона притримується

агресивної політики, у 2014 році прослідковувалась суперагресивна політика, а у 2016 році – помірна. У ПрАТ «Болградський виноробний завод» через збитковість та від’ємні значення власного капіталу прослідковується суперагресивна політика. Тільки у 2017 році шляхом скорочення кредиторської заборгованості та дооцінки необоротних активів було досягнуто значень показників, що відповідають критеріям консервативної політики фінансування.

Згідно визначеної методики було визначено значення показника сукупного доходу власників для підприємств (табл. 2).

Таблиця 2

## Розрахунок сукупного доходу власників, тис. грн.

№	Підприємство	2013	2014	2015	2016	2017
1	ПАТ «Коблево»	8546	-19135	36257	68103	-19359
2	ПрАТ «Південна Винокурня»	2991	4022	-795	10011	4309
3	ПАТ «ДМК «Таврія»	1888	-5131	198271	7843	25309
4	ПрАТ «ОКЗ»	1671	-18219	-9361	-65	-6989
5	ПрАТ «БВЗ»	-54938	-2875	-12195	2221	119338

Видно, що позитивним стан справ є у ПАТ «Коблево». ПрАТ «Південна Винокурня» має досить стабільний стан протягом всього періоду, окрім 2015 року, де динаміка була негативною і показник мав значення -795 тис. грн. У ПАТ «ДМК «Таврія» прослідковується рекордне значення показника серед усіх обраних фірм. Та й загалом значення показника додатні протягом майже всіх періодів, що свідчить про позитивну віддачу для інвесторів та власників.

ПрАТ «ОКЗ» та ПрАТ «БВЗ» мають найгірші значення показника, оскільки протягом кожного періоду власний капітал зменшується. У ПрАТ «БВЗ» у період 2013-2016 років він від’ємний.

У табл. 3 відображено результати розрахунку середньозваженої вартості капіталу для кожного з підприємств. Середньозважена вартість капіталу у ПАТ «Коблево», а точніше її динаміка протягом періоду має пірамідоподібну структуру, поступово зростаючи включно до 2016 року.

## Розрахунок показника WACC, %

№	Підприємство	2013	2014	2015	2016	2017
1	ПАТ «Коблево»	7,67	9,24	18,93	20,60	12,06
2	ПрАТ «Південна Винокурня»	7,24	4,9	10,96	18,85	10,68
3	ПАТ «ДМК «Таврія»	11,49	11,26	23,88	17,13	10,08
4	ПрАТ «ОКЗ»	8,01	7,14	10,33	16,01	7,71
5	ПрАТ «БВЗ»	-	-	-	-	16,91

Для ПрАТ «Південна Винокурня» слід зазначити, що у 2013 та 2014 роках через те, що вартість боргу мала невисокі значення, основний вплив на середньозважену вартість капіталу становила вартість чистих активів. WACC склав 7,2% у 2013 році, 4,9% у 2014 році, 10,96% у 2015 році, 18,85% у 2016 році та 10,68% протягом останнього періоду.

У ПАТ «ДМК «Таврія» середньозважена вартість капіталу за перший період має збалансований вплив, як власного капіталу, так і боргів. Слід зазначити, що через зниження ставки % за кредит з урахуванням податкової економії протягом 2016-2017 років вплив вартості чистих активів більш вагомий за вплив вартості боргів. Середньозважена вартість капіталу ПрАТ «ОКЗ» протягом досліджуваного періоду має зростаючу динаміку, зменшившись тільки останнього року, та склала 8,01%, 7,14%, 10,33%, 16,01% та 7,71% відповідно. У підприємства ПрАТ «БВЗ» середньозважена вартість капіталу протягом 4 перших досліджуваних років не підлягає визначенню, оскільки вартість власного капіталу підприємства від'ємна.

Далі було визначено показник економічної доданої вартості, що наведений у табл. 4.

## Розрахунок показника Economic Value Added, тис. грн.

№	Підприємство	2013	2014	2015	2016	2017
1	ПАТ «Коблево»	747	6088	8514	25614	2162
2	ПрАТ «Південна Винокурня»	4689	5994	12529	14437	14623
3	ПАТ «ДМК «Таврія»	-22292	4847	106862	-3529	-47618
4	ПрАТ «ОКЗ»	-8431	-30451	-26622	-18992	-8488
5	ПрАТ «БВЗ»	-6231	-9850	14294,2	1711,34	-14333

Найбільшим показник є у ПАТ «Дім марочних коньяків «Таврія» у 2015 році і склав 106862 тис. грн. Найкращі ж тенденції показника у ПАТ «Коблево» та ПрАТ «Південна винокурня», оскільки протягом всього періоду вони мають додатні значення. Найгіршим за період показник був у 2017 році на ПАТ «ДМК «Таврія». У ПрАТ «Болградський виноробний завод» майже протягом всього періоду дослідження прослідковується негативне значення показника економічної доданої вартості, а у ПрАТ «ОКЗ» - показник постійно має від'ємні значення.

Наступним показником для дослідження було обрано рентабельність інвестицій за грошовими потоками (табл. 5).

Таблиця 5

Розрахунок показника рентабельність інвестицій за грошовими потоками, %

№	Підприємство	2013	2014	2015	2016	2017
1	ПАТ «Коблево»	5,71	29,92	34,88	-4,35	0,52
2	ПрАТ «Південна Винокурня»	14,45	-48,49	-164,40	15,43	130,57
3	ПАТ «ДМК «Таврія»	13,86	17,16	11,66	6,96	4,24
4	ПрАТ «ОКЗ»	11,01	10,80	3,23	19,59	-17,02
5	ПрАТ «БВЗ»	-6	-24,16	-1,24	-8,47	-0,71

ПАТ «Коблево»: у період 2014-2015 років CFROI перевищував WACC. Протягом 2016-2017 років через від'ємний і низький грошовий потік від операційної діяльності показник рентабельності був меншим за середньозважені витрати на капітал, що свідчить про неефективну діяльність компанії у ці роки.

Діяльність ПрАТ «Південна Винокурня» була ефективною у 2013 та 2017 роках. У 2014-2015 роках показник рентабельності був незадовільним, а у 2016 році CFROI був меншим за WACC на 3,41%.

ПАТ «ДМК «Таврія»: у 2013 та 2014 роках ставка CFROI перевищувала ставку WACC на 2,37% та 5,9% відповідно, що свідчило про ефективну діяльність компанії. Протягом 2 останніх років попри значного зменшення вартості витрат на капітал, рентабельність грошових потоків залишалась меншою, через їх скорочення в рамках операційної діяльності.

Порівнюючи CFROI та WACC ПрАТ «Одеський коньячний завод», можна свідчити, що фінансово-ефективною діяльністю фірми була у 2013, 2014 та 2016 роках.

Останнім вартісно-орієнтованим показником було обрано модель залишкового грошового потоку підприємства, результати обчислення якого наведено у табл. 6.

Таблиця 6

## Розрахунок залишкового грошового потоку, тис. грн.

№	Підприємство	2013	2014	2015	2016	2017
1	ПАТ «Коблево»	-4378	44166	40028	-82231	-39398
2	ПрАТ «Південна Винокурня»	1758	-15398	-49852	-1372	55158
3	ПАТ «ДМК «Таврія»	14342	37873	-108601	-120784	-73353
4	ПрАТ «ОКЗ»	19997	24218	-55661	28346	-192245
5	ПрАТ «БВЗ»	-1052,9	-19920,5	-854,6	-6077	-30261

Найбільшого значення за період було досягнуто на ПрАТ «Південна Винокурня» у 2017 році, коли показник склав 55158 тис. грн., наступного ж року у ПрАТ «Одеський коньячний завод» було рекордно низьке значення показника, що склав -192245 тис. грн. Загалом аналізуючи всі підприємства можна свідчити, що тенденції до змін цього показника найбільш волатильні.

У четвертій главі «Результати визначення впливу фінансового забезпечення на вартісно-орієнтовані показники виноробних підприємств України» систематизуються результати вартісно-орієнтованого управління на підприємствах виноробної галузі України та розробляються рекомендації з підвищення вартісно-орієнтованих показників обраного підприємства.

Зокрема у ПАТ «Коблево» показники вартості мають одні з найкращих значень за реалізації переважно агресивної політики фінансування, хоча показник залишкового грошового потоку протягом останніх періодів має негативні значення.

Задовільним є стан вартості і у ПрАТ «Південна Винокурня», де показник економічної доданої вартості має позитивні значення протягом усього періоду дослідження за реалізації агресивної політики фінансування.



ПАТ «ДМК «Таврія» перейшов з помірної політики у 2013-2015 рр. на агресивну в останніх двох періодах. Слід зазначити, що політики реалізуються при низькій частці власного капіталу, що погіршує стан вартості підприємства, та підприємство активно використовує довгострокові зобов'язання. Тут всі показники, окрім стану залишкового грошового потоку у 2015-2017 роках та економічної доданої вартості у 2016-2017 роках, мають позитивні значення.

У ПрАТ «ОКЗ», що веде свою діяльність за консервативної та помірної політик фінансування, стан вартості на порядок нижче, ніж у попередніх фірм. Однак, прослідковується позитивна тенденція останніми періодами у змінах економічної доданої вартості та сукупному доході акціонерів.

Підприємство ПрАТ «БВЗ» у період 2013-2017 років мало негативне значення власного капіталу і не створювало вартості взагалі, притримуючись у цих періодах суперагресивної політики фінансування. У 2017 році ситуація дещо покращилась, підприємство перейшло на консервативну політику фінансування та погасило більшу частину кредиторської заборгованості, що дало змогу стабілізувати звітність.

У другому пункті 4 глави було обрано підприємство ПрАТ «БВЗ» для розробки рекомендацій з підвищення рівня його вартісно-орієнтованих показників.

Серед основних проблем було виявлено:

- тотальний знос основних засобів;
- вагома частка запасів на підприємстві – 56% оборотних активів;
- тривалий термін оборотності дебіторської заборгованості – 311 днів;
- понаднормовий строк погашення поточних зобов'язань;
- відсутність інвестиційної та фінансової діяльності.

Найпершим було обрано звернути увагу на кількість запасів підприємства. Для стабілізації ситуацій з запасами рекомендується скоротити процедуру їх обороту шляхом: скорочення кількості, оптимізації або ж створення чіткого плану їх закупівлі, нормування, інвентаризація запасів та консолідація складів з виявленням непотрібних залишків та їх ліквідацією або повернення

постачальнику, поліпшення умов зберігання шляхом впровадження ресурсозберігаючих технологій запасів для уникнення їх псування та браку продукції, уникнення від виробничих простоїв, аналізу асортименту та концентрації на обслуговуванні виробництва продукції, яка приносить найбільше виручки, чіткого контролю, автоматизацією управління кількістю запасів та логістичними шляхами поставок готової продукції.

Підприємство потребує модернізації або реконструкції обладнання, оновлення необоротних активів. Рекомендується проведення капітального ремонту на підприємстві, модернізації виробничого та технічного обладнання, закупівля нового обладнання, тощо. Отримання нових, або ремонтування старих основних засобів дозволить збільшити продуктивність праці робітників, тож запаси та складові незавершеного виробництва будуть перероблятися швидше, що дозволить скоротити терміни обороту вже готової продукції та позитивно вплине на отриману виручку. Можлива ще й задача основних фондів що не повною мірою використовуються у діяльності в оренду. Крайній інструмент тут – це використання зворотного лізингу, що передбачає продаж основних фондів з одночасним зворотним отриманням таких основних фондів в оперативний або фінансовий лізинг.

Зменшення тривалості обороту дебіторської заборгованості можливе через введення системи знижок для дебіторів, що сплачують вчасно, або раніше встановленого терміну. Аналізувати ринок клієнтів, шляхом оцінки їхньої платоспроможності. Рекомендується також використовувати факторинг, як інструмент захисту від несвоєчасної сплати. Автоматизація роботи з клієнтами та занесення у чорний список тих, хто порушує умови сплати.

Далі треба розглянути кредиторську заборгованість. Підприємству слід мати чітке розуміння проблеми та вести активну співпрацю з кредиторами. Рекомендується домовитись з постачальниками про більш комфортні терміни або ж періоди сплати, збільшити термін оплати, в крайньому випадку слід використати інструменти реструктуризації заборгованості.

Відсутність потоків від інвестицій і фінансової діяльності свідчить про пасивність підприємства у інвестиційній діяльності та відсутності кредитів банків у асортименті зобов'язань. Але останнього року у підприємства з'явилися нематеріальні активи, тож це може свідчити про реєстрацію марок нових вин, або створення нового продукту, в результаті планування когось інвестиційного проекту. Загалом рекомендується проводити інвестиційну діяльність і вкладати кошти у прибуткові проекти або ж фонди, після аналізу прибутковості та альтернатив на ринку інвестицій. Щодо кредитів банків, то стабілізувавши ситуацію із звітністю підприємству слід звернутись до банку для отримання кредиту, як необхідних коштів для подальшого розвитку суб'єкта господарювання.

## ВИСНОВКИ

Отримані результати магістерського дослідження надають змогу зробити наступні висновки теоретико-практичного характеру та запропонувати такі рекомендації для виноробних підприємств України:

1. Огляд існуючих наукових праць та досліджень дав змогу систематизувати точки зору різних науковців, щодо визначення виду фінансового забезпечення суб'єкта господарювання та показників, що характеризують стан вартості на ньому. Фінансове забезпечення розглядають як сукупність заходів, що призводить до змін розміру і складу власного та боргового капіталів підприємства. Одним із показників стану фінансового забезпечення є частка власного оборотного капіталу у фінансуванні поточних активів. Якщо частка менша за 40%, це буде свідчити про агресивну політику, якщо більша за 60% - про консервативну, решта випадків – помірний вид фінансування.

2. Західні вчені визначають вартість підприємства основним індикаторів інвестиційної привабливості та оцінки діяльності бізнесу в цілому. J. Simms характеризує вартісно-орієнтоване управління, як управлінський підхід, за яким основною ціллю компанії є максимізація вартості шляхом отримання віддачі,

що перевищує вартість капіталу. J.D. Martin та J.W. Petty описують вартісно-орієнтоване управління, як сукупність системи аналізу діяльності та її в'язок з системами компенсації, наполягаючи на тому, що вимір та винагорода діяльності, що створює вартість призводить до її збільшення. Г. І. Базецька, Л. Г. Суботовська, та Ю. В. Ткаченко особливою увагою виділяють аспект соціальної відповідальності підприємства на ряду з збільшенням добробуту власників та інвесторів.

3. Розроблена методика визначення впливу фінансового забезпечення фірми на окремі вартісно-орієнтовані показники, такі як: середньозважена вартість капіталу, економічна додана вартість, рентабельність інвестицій за грошовими потоками, залишковий грошовий потік та сукупний дохід акціонерів. Зокрема, фінансове забезпечення було вирішено розраховувати через частку власного оборотного капіталу в поточних активах підприємства; середньозважена вартість капіталу була обчислена шляхом коригування вартостей боргового та власного капіталів на їх частки у пасивах. При визначенні вартості чистих активів використовувались показник премії за ризик інвестування, як різниця між ринковою рентабельністю операційної діяльності обраної для інвестування галузі та безризиковою ставкою і коефіцієнт- $\beta$ , що визначався для кожної фірми з допомогою галузевого коефіцієнта, скоригованого на фінансове плече кожної фірми та податкову ставку.

Економічна додана вартість визначалась, як сума операційного прибутку за вирахуванням податків «мінус» чисті операційні активи підприємства скориговані на середньозважену вартість капіталу. Рентабельність інвестицій від грошового потоку виступає часткою чистого операційного грошового потоку у сумі задіяного капіталу. Модель залишкового грошового потоку визначалась, як добуток різниці рентабельності інвестицій за грошовими потоками та середньозваженої вартості капіталу і суми валових інвестицій. Показник сукупного доходу акціонерів через відсутність діяльності підприємств на фондовій біржі розраховувався різницею між станом власного

капіталу підприємств на початок та кінець періоду, як головний ілюстратор добробуту власників та інвесторів.

4. Для аналізу було обрано 5 представників виноробної галузі України: ПАТ «Коблево», ПрАТ «Південна винокурня», ПАТ «Дім марочних коньяків «Таврія», ПАТ «Одеський коньячний завод» та ПрАТ «Болградський виноробний завод». З аналізу ми побачили, що підприємства притримуються різних політик фінансування, збуту продукції, відрізняються рентабельністю і мають абсолютно різний стан справ, щодо формування вартості та реальної прибутковості бізнесу.

5. Емпіричний аналіз впливу фінансового забезпечення на вартісно-орієнтовані показники виявив, що значення вартісно-орієнтованих показників мають свої особливості для кожного підприємства. Зокрема у ПАТ «Коблево» показники вартості мають одні з найкращих значень за реалізації переважно агресивної політики фінансування, хоча показник залишкового грошового потоку протягом останніх періодів має негативні значення.

Задовільним є стан вартості і у ПрАТ «Південна Винокурня», де показник економічної доданої вартості має позитивні значення протягом усього періоду дослідження за реалізації агресивної політики фінансування, залишковий грошовий потік підприємства має негативні значення протягом 2014-2016 років, у 2017 році прослідковується тенденція до його зростання.

ПАТ «ДМК «Таврія» перейшов з помірної політики у 2013-2015 рр. на агресивну в останніх двох періодах. Слід зазначити, що політики реалізуються при низькій частці власного капіталу, що погіршує стан вартості підприємства, та підприємство активно використовує довгострокові зобов'язання. Тут всі показники, окрім стану залишкового грошового потоку у 2015-2017 роках та економічної доданої вартості у 2016-2017 роках, мають позитивні значення.

У ПрАТ «ОКЗ», що веде свою діяльність за консервативної та помірної політик фінансування, стан вартості на порядок нижче ніж у попередників, адже позитивні значення було отримано тільки при розрахунку залишкового грошового потоку у 2013-2014 роках. Та прослідковується позитивна тенденція

останніми періодами у змінах економічної доданої вартості та сукупному доході акціонерів.

Підприємство ПрАТ «БВЗ» у період з 2013-2017 роки мало негативне значення власного капіталу і не створювало вартості взагалі, притримуючись у цих періодах суперагресивної політики фінансування. У 2017 році ситуація дещо покращилась, підприємство перейшло на консервативну політику фінансування та погасило більшу частину кредиторської заборгованості, що дало змогу стабілізувати звітність.

6. Основними вадами у фінансовому стані ПрАТ «БВЗ» є високий ступінь зношеності основних засобів, велика частка запасів на складах у оборотних активах, від'ємний чистий операційний грошовий потік протягом останнього року, відсутність грошових потоків від інвестиційної і фінансової діяльності, незадовільний стан товарних заборгованостей та низький рівень виручки від реалізації як результат поганих збутової та маркетингової політик.

7. Основними шансами для подальшого розвитку діяльності і покращення стану вартості на підприємстві ПрАТ «БВЗ» є збільшення інвестицій у нематеріальні активи, стабілізація стану коефіцієнта автономності та ліквідності як можливого підґрунтя для отримання банківського кредитування для підтримання поточної діяльності та подальшого розвитку.

У зв'язку з цим для поліпшення стану діяльності та підвищення вартості бізнесу даному підприємству було надано рекомендації, що стосуються оновлення основних засобів, оптимізації оборотних активів, шляхом збільшення оборотності запасів, зменшення дебіторської та кредиторської заборгованостей з постачальниками та клієнтами та збільшення виручки від реалізації продукції, шляхом покращення збутової та маркетингової політик, а також здійснення інвестиційної діяльності та отримання банківського кредиту.

#### СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДОСЛІДЖЕННЯ:

1. Джигалюк Д. В. Характеристика політики фінансування виноробних підприємств України. *Студентські наукові студії : Молодіжний науковий журнал*. Миколаїв: Вид-во ЧНУ ім. Петра Могили, 2020.

## АНОТАЦІЯ

Джигалюк Д. В. Вплив фінансового забезпечення діяльності на вартісно-орієнтовані показники підприємств. – Рукопис.

Магістерська робота на здобуття освітнього ступеня магістра за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» – Чорноморський національний університет імені Петра Могили, Миколаїв, 2020.

Дипломна робота присвячена визначенню впливу фінансового забезпечення виноробних підприємств України на формування їхніх вартісно-орієнтованих показників.

У рамках поставленої мети, в даному дослідженні був здійснений огляд існуючих наукових робіт щодо ролі фінансування в системі вартісно-орієнтованого управління.

Удосконалено методику аналізу фінансового стану підприємства через оцінку впливу політики фінансування на основні вартісно-орієнтовані показники. Удосконалений процес розрахунку вартості власного капіталу виноробних підприємств через коригування бета-коефіцієнта з урахуванням виноробної галузі та рівня залученого боргу обраних підприємств.

Проведено емпіричний аналіз, внаслідок чого було виявлено відносно високий рівень вартісно-орієнтованих показників у трьох з п'яти досліджуваних фірм за агресивної політики фінансування, в тому числі, при низькій частці власного капіталу; на порядок нижче динаміка створення вартості при консервативній та помірній політиці; а також від'ємна динаміка вартісних показників в умовах реалізації суперагресивної політики фінансування.

Запропоновано заходи з підвищення вартості бізнесу через стабілізацію ситуації з товарними заборгованостями; застосування факторингу. Необхідними напрямками також є модернізація та технічне переоснащення основних засобів, оптимізація обсягів та нормування запасів; застосування передових технологій у збутовій та маркетинговій політиці.

Ключові слова: фінансове забезпечення, вартісно-орієнтоване управління, виноробна галузь, економічна додана вартість, грошова додана вартість, рентабельність інвестицій за грошовими потоками, середньозважена вартість капіталу, сукупний дохід акціонерів.

#### ANNOTATION

Dzhihaliuk D. V. The Impact of Activity Financial Provision on the Value-Based Indexes of the Enterprises. – Manuscript.

The thesis for the Master degree in Specialty 072 "Finance, Banking and Insurance" – Petro Mohyla Black Sea National University, Mykolaiv, 2020.

The thesis is devoted to the impact of financing provision of enterprises in wine industry on their value-based indexes.

According to the aim of the research, an overview of existing scientific studies of the role of financing in the system of value-based management has been made.

The method of financial analysis of the enterprise has been improved through the evaluating the impact of the financial policy on the value-based indicators. Also the process of calculating of the cost of equity of the winery enterprises has been changed by adjusting the beta coefficient considering the economic sector of the winery industry and the financial leverage of selected enterprises.

An empirical analysis has been carried out which revealed a relatively high level of value-based indicators at three of five firms which followed aggressive financing policies, including low equity in financial resources; the lower dynamics of value creating through conservative and moderate policies; also the negative dynamics in case of a superaggressive financing policy.

In order to increase the value-based indicators next ways have been recommended: to stabilize the situation with accounts receivable (payable); to use factoring. Necessary directions are also modernization and technical re-equipment of fixed assets, volume optimization and norming of inventories and using advanced technologies in sales and marketing policies.



Key words: financial provision, value-based management, wine industry, economic value added, cash value added, cash flow return on investments, weighted average cost of capital, total shareholders return.