

КОНЦЕПЦІЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ THE CONCEPT OF CASH FLOW FOR VALUE ESTIMATION OF CORPORATE ENTERPRISES CAPITAL

УДК 336.67

DOI: <https://doi.org/10.32843/bses.47-48>**Свтушенко М.В.**асистент кафедри корпоративних
фінансів і контролінгу
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана»**Корольова Н.М.**к.е.н., доцент кафедри
соціології і суспільних наук
Академія праці,
соціальних відносин і туризму**Yevtushenko Maryna**Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman**Koroleva Natalia**Academy of Labor,
Social Relations and Tourism

У статті обґрунтовано концепцію грошових потоків оцінки вартості капіталу корпоративних підприємств. Акцент зроблено на методи прямої і непрямой капіталізації, дисконтування та нарощення, підходи до визначення процентної ставки порівняння грошових потоків у часі. Проведено прикладне дослідження взаємозв'язку грошових потоків та вартісних показників кондитерських підприємств через власний капітал та фінансові результати. Встановлено, що основним джерелом приросту вартості капіталу є додатні грошові потоки від операційної діяльності, а відтворювального потенціалу – від'ємні грошові потоки інвестиційної діяльності. Показано, що в умовах досліджуваних підприємств потоки від фінансової діяльності не впливають на вартість підприємства. Надано оцінку кореляційно-регресійного зв'язку чистого грошового потоку з фінансовими результатами від операційної діяльності та валовим прибутком за місячними і кумулятивними даними.

Ключові слова: грошові потоки, кошти, рух, концепція, оцінка, вартість, капітал, корпоративні підприємства.

В статье обоснована концепция денежных потоков оценки стоимости капитала кор-

поративных предприятий. Акцент сделан на методы прямой и непрямой капитализации, дисконтирования и наращивания, подходы к определению процентной ставки сравнения денежных потоков во времени. Проведено прикладное исследование взаимосвязи денежных потоков и стоимостных показателей кондитерских предприятий через собственный капитал и финансовые результаты. Установлено, что основным источником прироста стоимости капитала являются положительные денежные потоки от операционной деятельности, а воспроизводственного потенциала – отрицательные денежные потоки инвестиционной деятельности. Показано, что в условиях исследуемых предприятий потоки от финансовой деятельности не влияют на стоимость предприятия. Дана оценка корреляционно-регрессионной связи чистого денежного потока с финансовыми результатами от операционной деятельности и валовой прибыли по месячным и кумулятивным данным.

Ключевые слова: денежные потоки, средства, движение, концепция, оценка, стоимость, капитал, корпоративные предприятия.

The article discusses the concept of cash flows of valuation of capital of corporate enterprises in the conditions of transformational financial market of Ukraine. Emphasis is placed on methods of direct and indirect capitalization, discounting and escalation, approaches to determining the interest rate comparison of cash flows over time. The conceptual rule of estimating the cost of capital of corporate enterprises is formulated on the basis of the amount of present value of future net cash flows that can be obtained as a result of owning an enterprise based on the principle of continuity of its activity. An applied study of the relationship between cash flow and value of confectionery enterprises through equity and financial results. It is established that the main source of capital appreciation is positive cash flows from operating activities and reproductive potential is negative cash flows from investment activities. It is shown that under the conditions of the investigated enterprises the flows from financial activity do not affect the value of the enterprise, since they are represented by the movement of borrowed and borrowed funds, whose positive and negative vectors are mutually repaid in the long term. According to the study of the correlation-regression relationship of net cash flow with financial results from operating activities and gross profit, it is found that the first indicator shows a more dense relationship, and the second - a higher proportion of identified enterprises that have a significant relationship. More than half of the confectionery enterprises surveyed showed a significant degree of correlation-regression relationship between net cash flow and net income. It is proved that the correlation between the cumulative net cash flows and the cumulative financial results is denser compared to the indicators calculated on a monthly basis, both at the level of individual confectionery enterprises and in the aggregate as a smoothing process. It is shown that the high correlation coefficients of net cash flows and financial results on a monthly basis have enterprises with their stable trend.

Key words: cash flows, funds, movement, concept, estimation, value, capital, corporate enterprises.

Постановка проблеми. У сучасних умовах стратегічна мета діяльності суб'єктів господарювання визначається на альтернативній основі залежно від їхньої організаційно-правової форми. Еволюція корпоративного підприємництва в умовах розвитку фінансового ринку пов'язана зі зростанням вартості бізнесу як основного оціночного показника. Основними категоріями вартісно-орієнтованого управління виступають прибуток, грошовий потік, монетизація прибутку. Рух грошових коштів є більш гнучким об'єктом управління порівняно з фінансовим результатом через можливість впливати на їх притоки і відтоки за видами діяльності підприємства (операційною, фінансовою, інвестиційною), а також на стан дебіторської заборгованості. А.М. Якимова наголошує на пріоритетності ролі методу дисконтування грошових

потоків як найбільш об'єктивного й ефективного з позиції визначення ринкової вартості підприємства [1, с. 235]. Отже, формування теоретичних концепцій оцінки капіталу акціонерних товариств та їх валідація (від лат. *validus* – «здоровий, міцний, сильний») – перевірка життєздатності практикою – є надзвичайно актуальними для України з її трансформаційним фінансовим ринком.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання фінансової діагностики вартості бізнесу знаходиться у центрі уваги багатьох учених з огляду на специфіку проведення оцінок у різних видах економічної діяльності. Д.М. Таранов робить акцент на особливості визначення грошової додатної вартості (*Cash Value Added*) для банківських установ [2, с. 148]. Р.І. Заворотній та А.О. Сігайов досліджують управління вартістю нафтоперероб-

них підприємств шляхом регулювання їхніх грошових потоків [3, с. 93].

У статті Р.О. Анзін досліджено ефективність використання моделі дисконтованих грошових потоків для оцінки вартості агрохолдингу в процесі виходу на міжнародні ринки капіталу і прогнозування його інвестиційної привабливості [4]. М.І. Зеленською узагальнено цінові індикатори вартості ресурсів на грошовому ринку України, які можуть бути використані як ставка дисконтування [5]. А.М. Поддєрьогін та М.В. Лесько звертають увагу на необхідність урахування під час проведення оцінок вартості бізнесу факту сплати податку на додану вартість та іммобілізації грошових коштів суб'єктів підприємництва [6]. Т.Д. Косовою узагальнено методи оцінки вартості капіталу, які є у світовій практиці (зокрема, в англо-американській, німецькій, японській), визначено вади законодавства і корпоративного управління, які знижують капіталізацію українських підприємств [7]. У статті Л.А. Костирко та І.М. Кукса висвітлено передумови, сформовано парадигму та принципи механізму вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств [8]. Автори доводять доцільність використання спеціальних методів та моделей для оцінки вартості підприємства, розкривають основні інструменти механізму вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств, до яких віднесено фінансову стратегію, мотивацію, гудвіл. Високо оцінюючи науковий доробок зазначених авторів, слід визнати факт недостатнього врахування під час оцінки вартості компаній стану вітчизняного фінансового ринку та галузевих особливостей їхньої діяльності.

Постановка завдання. Метою дослідження є формалізація концепції грошових потоків оцінки вартості капіталу корпоративних підприємств та її апробація на матеріалах акціонерних товариств кондитерської галузі.

Виклад основного матеріалу дослідження. Під вартісно-орієнтованим управлінням фінансами компанії розуміється комплекс організаційних та управлінських заходів, орієнтованих на зростання її вартості [9, с. 78]. Моделі оцінки результатів діяльності підприємств пройшли тривалий шлях еволюції, а набір вартісно-орієнтованих показників залежить від мети управління. Рух грошових потоків ураховується під час розрахунку таких показників: грошовий потік (*CF – Cash Flow*); дисконтований грошовий потік (*DCF – Discounted Cash Flow*); грошовий потік віддачі на інвестований капітал (*CFROI – Cash Flow Return On Investment*); середньозважена вартість капіталу (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*); приріст акціонерного капіталу (*FTE – flow to equity*), який передбачає дисконтування грошових потоків, віднесених на рахунок акціонерів, за його вартістю; скорегована приведена вартість (*APV –*

Adjusted Present Value) – дисконтування операційних грошових потоків після сплати податків; грошовий мультиплікатор – відношення *CF* до чистої виручки, прибутку, власного капіталу.

Концепція грошових потоків оцінки вартості капіталу корпоративних підприємств заснована на методі капіталізації (прямої і непрямої). Умовою застосування методу прямої капіталізації є припущення про ануїтетність грошових потоків. Непряма капіталізація припускає їх відмінність за розміром і величиною. Приведення грошових потоків у часі передбачає вирішення двох завдань: прямого – визначення їхньої майбутньої вартості, зворотного – приведення їхньої вартості до визначеного моменту в минулому. Ставкою дисконтування (нарощення) може бути: вартість залученого капіталу, бажана дохідність акціонерного капіталу, середньозважена вартість капіталу; надбавка до ставки може враховувати плату за ризик, інфляцію тощо. Відомим є підхід до визначення очікуваної інвестором рентабельності капітальних активів за умови ринкової рівноваги з урахуванням ризику – *CAPM* (англ. *Capital Asset Pricing Model* – модель ціноутворення капітальних активів) [10]. Він віддзеркалює необхідність пошуку компромісу між ризиком і прибутковістю в управлінні грошовими потоками, що в кінцевому підсумку впливає на ринкову вартість підприємства.

Під вартістю акціонерного капіталу розуміють альтернативні витрати на залучення акціонерного капіталу [11, с. 139] у рамках підходу продовженої діяльності. Дисконтування грошових потоків за окремими видами діяльності (операційною, фінансовою, інвестиційною) може проводитися за різними ставками. Більше того, у рамках операційної діяльності для оптимізації управління запасами підприємства ставка дисконтування може диференціюватися у розрізі виробничих запасів і готової продукції [12, с. 28]. Для порівняння грошових потоків за різними видами діяльності розроблено показник питомої чистої поточної вартості [13, с. 122].

Згідно з концептуальним правилом, вартість капіталу корпоративних підприємств дорівнює сумарній теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків, які можна отримати в результаті володіння підприємством виходячи з принципу безперервності його діяльності.

У табл. 1 наведено показники оцінки грошових потоків кондитерських підприємств та їх зв'язку з вартістю капіталу протягом 2006–2017 рр. Із досліджуваних 16 підприємств у 14 з них (87,5%) спостерігається додатній чистий грошовий потік, у т.ч. найбільший із них припадає на ПАТ «Крафт Фудз Україна» (461,2 млн. грн), ПрАТ «ВО «Конті» (67,6 млн. грн), ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» (48,69 млн. грн).

Від'ємний грошовий потік є незначним за модулем (максимальний розмір – 7,8 млн. грн),

його мають: ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Продовольча компанія «ЯСЕН», ПрАТ «Кондитерська фабрика «ЛАГОДА», ПрАТ «Торезька харчосмакова фабрика».

Усі підприємства, крім ПАТ «Ласоці» (–0,91), мають додатний грошовий потік від операційної діяльності, найбільший серед них – ПАТ «Крафт Фудз Україна» (2 645 млн. грн); ПрАТ «ВО «Конті» (2 620,7 млн. грн); ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» (2 222,0 млн. грн); ПрАТ «АВК» (929,8 млн. грн); ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» (543,6 млн. грн). ПрАТ «ВО «Конті» – це єдине підприємство, яке забезпечило додатний грошовий потік від операційної діяльності протягом 2006–2017 рр.

Усі підприємства, крім ПАТ «Ласоці» (4,99 млн. грн), мають від'ємний грошовий потік від інвестиційної діяльності, найбільший серед них: ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» (–3 539,4 млн. грн), ПрАТ «ВО «Конті» (–1 360,6 млн. грн), ПАТ «Крафт Фудз Україна» (–1 214,1 млн. грн), ПрАТ «АВК» (–791,1 млн. грн), ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» (–445,7 млн. грн).

У більшості підприємств (дев'ять, або 56,25% досліджуваної сукупності) грошовий потік від фінансової діяльності є від'ємним. Лідерами є: ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» (–92,38 млн. грн), ПрАТ «АВК» (–116,6 млн. грн), ПАТ «Крафт Фудз Україна» (–969,8 млн. грн), ПрАТ «ВО «Конті» (–1 192,5 млн. грн). Протягом усього досліджуваного періоду у ПАТ «Рошен» рух коштів від фінансової діяльності не спостерігався. Додатний грошовий потік мають шість підприємств (37,5% досліджуваної сукупності), безумовним лідером є ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» (1 317,3 млн. грн.). У решти підприємств грошовий потік від фінансової діяльності є незначним за модулем і коливається в інтервалі [–16,6; 25] млн. грн.

Додатний внесок у формування чистого руху коштів за підприємствами вносять: операційна діяльність – 11 підприємств (у т.ч. ПАТ «Рошен» – 1 694 рази, ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика» – 1 049 разів); інвестиційна – п'ять підприємств, у т.ч. ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» – 3 7936 разів; фінансова – вісім підприємств, у т.ч. ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика» – 92,2 рази.

Від'ємний внесок у формування чистого руху коштів за підприємствами вносять: операційна діяльність – п'ять підприємств, у т.ч. ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» – 23 816 разів; інвестиційна – 11 підприємств, у т.ч. ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика» – 1 140 разів; фінансова – сім підприємств, у т.ч. ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» – 14 119 разів.

Дисконтування і нарощування грошових потоків виконано на основі річних і кумулятивних індексів споживчих цін. Кумулятивна

вартість приведенного грошового потоку за операційною діяльністю є додатною за всіма підприємствами – від 0,23 млн. грн у ПрАТ «Торезька харчосмакова фабрика» до 1 552,79 млн. грн у ПАТ «Крафт Фудз Україна»; за інвестиційною – від'ємною за усіма підприємствами за винятком ПАТ «Ласоці» (2,51 млн. грн) – від –0,17 млн. грн у ПрАТ «Торезька харчосмакова фабрика» до –1 930,6 млн. грн у ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»; за фінансовою – додатною у шести підприємств, нульовою – у одного підприємства, від'ємною – у дев'яти підприємств із розмахом варіації від –1 001,4 млн. грн у ПрАТ «ВО «Конті» до 771,35 млн. грн у ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика». Сукупна кумулятивна вартість приведенного грошового потоку є додатною у дев'яти підприємств, нульовою – у одного підприємства, від'ємною – у шести підприємств із розмахом варіації від –25,95 млн. грн у ПрАТ «АВК» до 1 186 млн. грн у ПАТ «Крафт Фудз Україна».

За підприємствами, які мають додатний кумулятивний дисконтований чистий грошовий потік, він більше одиниці порівняно з вартістю власного капіталу на початок періоду (2006 р.) лише в умовах ПАТ «Ласоці» (5,3106), більше 0,5 – у ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка» (0,6854) і ПАТ «Крафт Фудз Україна» (0,6202), більше 0,1 – у ПАТ «Полтавакондитер» (0,1919) і ПрАТ «ВО «Конті» (0,1848), менше 0,1 – у ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПрАТ «Запорізька КФ», ПАТ «Рошен».

Кумулятивна вартість нарощеного грошового потоку за операційною діяльністю є додатною за всіма підприємствами – від 0,97 млн. грн у ПрАТ «Торезька харчосмакова фабрика» до 6 557,8 млн. грн у ПАТ «Крафт Фудз Україна»; за інвестиційною – від'ємною за усіма підприємствами за винятком ПАТ «Ласоці» (10,4 млн. грн), – від –0,74 млн. грн у ПрАТ «Торезька харчосмакова фабрика» до –8 147,8 млн. грн у ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»; за фінансовою – додатною у семи підприємств, нульовою – у одного підприємства, від'ємною – у восьми підприємств із розмахом варіації від –4 731,3 млн. грн у ПрАТ «ВО «Конті» до 3 564,9 млн. грн у ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика». Сукупна кумулятивна вартість нарощеного грошового потоку є додатною у дев'яти підприємств, нульовою – у одного підприємства, від'ємною – у шести підприємств із розмахом варіації від –2 284,7 млн. грн у ПрАТ «АВК» до 1 865,2 млн. грн у ПАТ «Крафт Фудз Україна».

За підприємствами, які мають додатний кумулятивний нарощений чистий грошовий потік, він більше одиниці порівняно з вартістю власного капіталу на кінець аналізованого періоду (2017 р.) лише в умовах ПАТ «Ласоці» (8,084), більше 0,4 – ПАТ «Крафт Фудз Україна» (0,4119), більше 0,2 – у ПАТ «Полтавакондитер» (0,2851) і ПАТ «Кондитерська фабрика

Таблиця 1
Показники оцінки грошових потоків кондитерських підприємств та їх зв'язку з вартістю капіталу протягом 2006–2017 рр.

Вид діяльності	ПАТ «РОШЕН»	ПРАТ «ВО» Конті»	ПРАТ «Полтава-кондитер»	ПРАТ «Вінницька кондитерська фабрика»	ПРАТ «Ласощі»	ПАТ Продав-воля компанія «ЯСЕН»	ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	ПРАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч»	ПРАТ «Харківська фабрика»	ПРАТ «Харківська фабрика»	ПРАТ «Харківська фабрика»	ПРАТ «Харківська фабрика»	ПРАТ «Континер-ска фабрика»	ПРАТ «Крафт Фудз Україна»	ПРАТ «КОН-ДИТЕРСКА ФАБРИКА «ЛАГОДА»	ПРАТ «Торезська харчосмакова фабрика»	ПРАТ «ОДЕСА-КОНДИТЕР»	ПРАТ «АВК»	ПРАТ Запорізька КФ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
Кумулятивний чистий рух за видами діяльності (ОД – операційна, ІД – інвестиційна, ФД – фінансова), млн грн																			
ОД	237,7	2620,7	94,1	2222,0	-0,91	18,48	16,37	543,6	367,4	145,6	2645,0	85,41	0,68	24,65	929,8	36,79			
ІД	-237,5	-1360,6	-95,8	-3539,4	4,99	-21,81	-17,79	-445,7	-322,2	-139,1	-1214,1	-70,63	-0,47	-19,51	-791,1	-25,92			
ФД	0,00	-1192,5	25,0	1317,3	2,31	-4,48	1,44	-92,38	3,47	0,69	-969,8	-16,60	-0,35	-3,89	-116,6	-10,27			
разом	0,14	67,6	23,3	-0,09	6,39	-7,80	0,02	5,50	48,69	7,18	461,2	-1,81	-0,14	1,26	22,18	0,61			
Структура грошового потоку, коеф.																			
ОД	1694	38,8	4,0	-23816	-0,1	-2,4	1049	98,7	7,5	20,3	5,7	-47,1	-4,8	19,6	41,9	60,6			
ІД	-1693	-20,1	-4,1	37936	0,8	2,8	-1140	-81,0	-6,6	-19,4	-2,6	39,0	3,3	-15,5	-35,7	-42,7			
ФД	0,0	-17,7	1,1	-14119	0,4	0,6	92,2	-16,8	0,1	0,1	-2,1	9,2	2,5	-3,1	-5,3	-16,9			
разом	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0			
Дисконтований кумулятивний чистий рух за видами діяльності, млн грн																			
ОД	25,78	1396,73	44,74	1159,4	2,90	8,00	6,53	319,59	195,18	103,02	1552,79	30,39	0,23	2,38	503,37	19,01			
ІД	-25,69	-363,14	-43,76	-1930,6	2,51	-10,97	-6,45	-302,7	-186,7	-98,47	-804,52	-32,90	-0,17	-6,72	-361,30	-10,84			
ФД	0,00	-1001,4	17,61	771,35	-0,77	-1,17	-0,09	-26,63	6,15	1,27	-562,25	0,86	-0,14	3,63	-168,02	-8,07			
разом	0,10	32,18	18,60	0,08	4,64	-4,14	0,00	-9,77	14,66	5,82	186,02	-1,65	-0,08	-0,71	-25,95	0,10			
ВКпч	56,03	174,20	96,94	22,17	0,87	22,13	10,61	173,34	167,04	8,48	299,93	11,29	3,83	60,03	253,91	27,75			
Коефіцієнт покриття дисконтованим кумулятивним чистим потоком власного капіталу на початок періоду, коеф.																			
ОД	0,4602	8,0180	0,4615	52,30	3,3177	0,3615	0,6156	1,8437	1,1684	12,14	5,1772	2,6924	0,0596	0,0396	1,9824	0,6848			
ІД	-0,459	-2,0847	-0,451	-87,09	2,8691	-0,496	-0,608	-1,746	-1,118	-11,61	-2,6824	-2,914	-0,044	-0,112	-1,4229	-0,391			
ФД	0,0000	-5,749	0,1817	34,80	-0,876	-0,053	-0,008	-0,154	0,037	0,1497	-1,8746	0,0757	-0,037	0,0605	-0,6617	-0,291			
разом	0,0017	0,1848	0,1919	0,0038	5,3106	-0,187	0,000	-0,056	0,0878	0,6854	0,6202	-0,146	-0,021	-0,012	-0,1022	0,0036			
Нарощений кумулятивний чистий рух за видами діяльності, млн грн																			
ОД	121,7	6205,4	191,7	4583,1	14,1	29,8	24,6	1360,6	872,9	437,9	6557,8	113,6	0,97	9,02	2217,3	86,1			
ІД	-121,3	-1346,9	-188,5	-8147,8	10,4	-46,2	-25,1	-1258	-793,8	-417,3	-3325,5	-133,7	-0,74	-28,79	-1490,1	-48,7			
ФД	0,00	-4731,3	82,2	3564,9	-4,6	-2,2	0,5	-113,3	28,0	5,6	-2464,1	11,9	-0,57	15,12	-806,8	-35,1			
разом	0,41	127,2	85,4	0,23	19,9	-18,5	0,0	-10,8	107,2	26,2	768,2	-8,11	-0,34	-4,65	-79,7	2,40			
ВКкін	535,2	935,2	299,4	6276,9	2,46	52,9	11,7	901,2	1010,0	128,9	1865,2	76,6	0,64	9,56	-2284,7	27,0			

Закінчення таблиці 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
Коефіцієнт покриття нарощеним кумулятивним чистим потоком власного капіталу на кінець періоду, коеф.																
ОД	0,2275	6,6353	0,6405	0,73	5,7083	0,5640	2,1080	1,5097	0,8642	3,40	3,5159	1,4826	1,5035	0,9433	-0,9705	3,1922
ІД	-0,227	-1,4402	-0,629	-1,30	4,2435	-0,874	-2,149	-1,396	-0,786	-3,24	-1,7829	-1,744	-1,148	-3,010	0,6522	-1,804
ФД	0,0000	-5,0591	0,2744	0,57	-1,868	-0,041	0,0402	-0,126	0,0278	0,0437	-1,3211	0,1555	-0,891	1,5808	0,3531	-1,299
разом	0,0008	0,1360	0,2851	0,0000	8,0840	-0,351	-0,001	-0,012	0,1061	0,2036	0,4119	-0,106	-0,535	-0,486	0,0349	0,0888
Коефіцієнти кореляції за річними даними / за кумулятивними річними даними, коеф.																
ГП/ОД	-0,255	0,647	-0,039	0,844	0,342	-0,446	0,434	0,196	0,075	0,732	0,801	0,787	0,430	0,451	0,552	0,467
ФР/ОД	0,487	0,977	0,781	0,994	0,072	0,212	0,966	0,901	0,968	0,967	0,986	0,962	0,462	0,186	0,941	0,020
ГП/ФД	-0,304	0,577	-0,112	0,733	0,862	-0,291	0,314	0,271	0,137	0,815	0,862	0,210	0,424	0,666	0,743	0,687
ВП	0,502	0,955	0,975	0,982	-0,444	0,195	0,940	0,945	0,976	0,964	0,988	0,908	0,427	0,714	0,954	0,901
ГП/ЧП	0,017	0,433	0,322	0,174	0,040	-0,098	-0,453	0,592	0,635	0,363	0,507	-0,169	0,336	-0,016	-0,282	0,122
	0,708	0,772	0,721	0,852	-0,225	-0,749	-0,234	0,506	0,673	0,763	0,928	-0,647	0,890	0,518	0,028	-0,365

Умовні позначення:

ГП/ОД і ГП – грошовий потік від операційної діяльності і сукупний грошовий потік;

ФР/ОД – фінансовий результат від операційної діяльності;

ЧП – чистий прибуток.

Джерело: власні розрахунки

«Харків'янка» (0,2036), більше 0,1 – ПрАТ «ВО «Конті» (0,136) і ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» (0,1061), менше 0,1 – ПрАТ «Запорізька КФ», ПрАТ «АВК», ПАТ «Рошен».

Вартість бізнесу визначається не тільки грошовими потоками, а й якістю управлінських рішень, кон'юнктурою товарного і фінансового ринків, темпами зростання прибутку і пропорціями його розподілу, структурою та вартістю залучених ресурсів, ефективністю інвестиційних рішень тощо [14, с. 125].

Для визначення взаємозв'язку між грошовими потоками і фінансовими результатами проведено кореляційно-регресійний аналіз за річними і кумулятивними річними даними. Тісну щільність зв'язку чистого грошового потоку за операційною діяльністю та фінансового результату від операційної діяльності виявлено у 10 підприємств (62,5% дослідженої сукупності підприємств): одночасно за двома показниками – в умовах ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка», ПАТ «Крафт Фудз Україна», ПрАТ «Кондитерська фабрика «Лагода», ПрАТ «АВК»; за кумулятивними показниками – у ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика», ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика».

Тісну щільність зв'язку чистого грошового потоку за операційною діяльністю та валового прибутку виявлено у 14 підприємств (87,5% дослідженої сукупності підприємств): одночасно за двома показниками – в умовах ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка», ПАТ «Крафт Фудз Україна», ПрАТ «Одесакондитер», ПрАТ «АВК», ПрАТ «Запорізька КФ»; за річними показниками – у ПАТ «Ласощі»; за кумулятивними показниками – ПАТ «Рошен», ПрАТ «Кондитерська фабрика «Лагода», ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика», ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ «Полтавакондитер».

Тісний взаємозв'язок сукупного чистого грошового потоку та чистого прибутку спостерігається на меншій кількості підприємств – 10, або 62,5% досліджуваної сукупності: одночасно за двома показниками – в умовах ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ «Крафт Фудз Україна»; за кумулятивними показниками – в умовах ПАТ «Рошен», ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка», ПрАТ «Торезька харчосмакова фабрика», ПрАТ «Одесакондитер».

За результатами дослідження показників у місячному вимірі одночасна висока щільність зв'язку за трьома коефіцієнтами (ГП/ОД/ФР/ОД, ГП/ОД/ВП,

ГП/ЧП) спостерігається лише у одного підприємства – ПАТ «Крафт Фудз Україна», у кумулятивному – у семи підприємств (43,75% їх загальної кількості): ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка», ПАТ «Крафт Фудз Україна».

Результати дослідження кореляційного зв'язку між чистими грошовими потоками і фінансовими результатами за усією сукупністю кондитерських підприємств за 2006–2017 рр. наведено в табл. 2.

Таблиця 2

Коефіцієнти кореляції між чистими грошовими потоками і фінансовими результатами за усією сукупністю кондитерських підприємств за 2006–2017 рр.

Показник	Річні дані	Кумулятивні дані
ГПод/ФРод	0,686	0,844
ГПод/ВП	0,639	0,791
ГП/ВП	0,220	0,704

Джерело: власні розрахунки

Тісний взаємозв'язок чистого грошового потоку від операційної діяльності з фінансовим результатом від операційної діяльності та валовим прибутком спостерігається як за річними даними ($r=0,686$ і $r=0,639$ відповідно) і кумулятивними даними ($r=0,844$ і $r=0,791$ відповідно). Щільність зв'язку сукупного чистого грошового потоку та чистого прибутку за річними даними не є суттєвою ($r=0,220$), за кумулятивними – значною ($r=0,704$).

Кореляційно-регресійна модель залежності чистого грошового потоку від операційної діяльності від фінансових результатів від операційної діяльності (у млн. грн) має вигляд:

$$ГП_{\text{об}}=0,664*ФР_{\text{об}}+41234, \quad R^2=0,712 \quad (1)$$

Модель (1) є статистично значущою, оскільки множинний коефіцієнт детермінації становить $R^2=0,712$, p -рівень для фактору $ФР_{\text{об}}$ – 0,0462, що менше критичного (максимального) рівня $p=0,05$, F -критерій=469 для числа ступенів свободи $n=190$ значно вище табличного ($F_{\text{табл}}=1,2214$). З моделі (1) виходить, що за зростання фінансового результату від операційної діяльності на 1 млн. грн грошовий потік збільшується на 664 тис грн.

Висновки з проведеного дослідження. Прикладне дослідження взаємозв'язку грошових потоків та вартісних показників кондитерських підприємств дало змогу довести, що він прослідковується не прямо (через власний капітал), а опосередковано – через фінансові результати.

1. Основним джерелом приросту вартості капіталу є додатні грошові потоки від операційної діяльності,

а відтворювального потенціалу – від'ємні грошові потоки інвестиційної діяльності. Показано, що в умовах досліджуваних підприємств потоки від фінансової діяльності не впливають на вартість підприємства, оскільки представлені рухом залучених і позикових коштів, додатні і від'ємні вектори якого взаємно погашаються в довгостроковому аспекті.

2. За результатами дослідження кореляційно-регресійного зв'язку чистого грошового потоку з фінансовими результатами від операційної діяльності та валовим прибутком встановлено, що відносно першого показника спостерігається більш щільний зв'язок, відносно другого – більша частка виявлених підприємств, яким притаманний істотний зв'язок. У більше половини досліджених кондитерських підприємств виявлено значущий ступінь кореляційно-регресійного зв'язку між чистим грошовим потоком і чистим прибутком.

3. Показники взаємозв'язку кумулятивних чистих грошових потоків і кумулятивних фінансових результатів виявляються щільнішими порівняно з показниками, обчисленими за місячними даними, як на рівні окремих кондитерських підприємств, так і за усією сукупністю, оскільки відбувається процес згладжування. Високі значення коефіцієнтів кореляції за показниками чистих грошових потоків та фінансових результатів у місячному обчисленні мають підприємства з їх стійким трендом.

Метою подальших досліджень є моделювання взаємозв'язку грошових потоків та ринкового курсу акцій корпорацій.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Якимова А.М. Підходи до управління операційними грошовими потоками на основі реалізації стратегії зростання ринкової вартості підприємства. *Вісник Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна*. 2005. Вип. 6. С. 234–237.
2. Таранов Д.М. Особливості визначення грошової доданої вартості (Cash Value Added) для банківських установ. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2012. № 4. С. 145–150.
3. Заворотній Р.І., Сігайов А.О. Управління вартістю нафтопереробних підприємств шляхом регулювання обсягу грошових коштів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2015. № 4. С. 90–96.
4. Анзін Р.О. Використання моделі дисконтованих грошових потоків для оцінки вартості компанії. *Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України*. 2015. № 1–2. С. 15–21.
5. Зеленська М.І. Цінові індикатори вартості ресурсів на грошовому ринку України. *Ефективна економіка*. 2011. № 9. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_9_15 (дата звернення: 01.11.2019).
6. Поддєрьогін А.М., Лєсько М.В. Сплата податку на додану вартість та іммобілізація грошових коштів суб'єктів підприємництва. *Фінанси України*. 2012. № 5. С. 40–49.

7. Косова Т.Д., Стеблянко І.О. Вартісні аспекти формування капіталу акціонерних товариств. *Інфраструктура ринку*. 2018. Т. 20. С. 243–248.

8. Костирко Л.А., Кукса І.М. Пріоритети формування механізму вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств. *Часопис економічних реформ*. 2018. № 2. С. 58–65.

9. Лиса О.М., Говорущко Т.А. Порівняльний аналіз вартості підприємств за допомогою методу дисконтування грошових потоків. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2014. Вип. 5(4). С. 77–80.

10. Рогульський В. Інвестиційна оцінка вартості бізнесу в процесі IPO на основі методу дисконтованих грошових потоків. *Економічний аналіз*. 2013. Т. 12(2). С. 142–147.

11. Тарасова О. Моделювання грошових потоків при оцінці інвестиційної вартості компанії на ринку M&A. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2014. № 6. С. 136–146.

12. Будник В.А. Управління запасами підприємств з урахуванням вартості грошей за часом. *Економіка та держава*. 2012. № 8. С. 27–28.

13. Мінка В.Ф. Визначення показника питомої чистої поточної вартості для оцінки ефективності інвестиційних проєктів з дискретними у часі грошовими потоками. *Вісник економіки транспорту і промисловості*. 2010. № 30. С. 120–123.

14. Дорошенко Г.О. Бюджетування грошових потоків як елемент механізму оцінки вартості акціонерних товариств. *Економічний простір*. 2018. № 133. С. 121–129.

REFERENCES:

1. Jakimova A.M. (2005) Pidhodi do upravlinnja operacijnimi groshovimi potokami na osnovi realizacii strategii zrostannja rinkovoi vartosti pidpriemstva [Approaches to managing operating cash flows based on the implementation of the enterprise market value growth strategy]. *Visnik Dnipropetrovs'kogo nacional'nogo universitetu zaliznichnogo transportu imeni akademika V. Lazarjana*, vol. 6, pp. 234–237.

2. Taranov D.M. (2012) Osoblivosti viznachennja groshovoi dodanoi vartosti (Cash Value Added) dlja bankivs'kih ustanov [Features of the definition of Cash Value Added for banking institutions]. *Formuvannja rinkovih vidnosin v Ukraini*, no. 4, pp. 145–150.

3. Zavorotnij R.I., Sigajov A.O. (2015) Upravlinnja vartistju naftopererobnih pidpriemstv shljahom reguljuvannja obsjagu groshovih koshtiv [Managing the value of refineries by regulating cash flow]. *Formuvannja rinkovih vidnosin v Ukraini*, no. 4, pp. 90–96.

4. Anzin R.O. (2015) Viktoristannja modeli diskonтованих грошових потоків дліа оцінки вартості компанії [Use of discounted cash flow model to estimate com-

pany value]. *Visnik Akademii praci i social'nih vidnosin Federacii profspilok Ukraini*, no. 1-2, pp. 15–21.

5. Zelens'ka M.I. (2011) Cinovi indikatori vartosti resursiv na groshovomu rинку Ukraїni [Price indicators of the value of resources in the money market of Ukraine]. *Efektivna ekonomika*, no. 9. Available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_9_15 (accessed 01 November 2019).

6. Podderogin A.M., Lesko M.V. (2012) Splate podatku na dodanu vartist ta immobilizacija groshovih koshtiv subektiv pidpriemnictva [Payment of value added tax and cash immobilization of business entities]. *Finansi Ukraini*, no. 5, pp. 40–49.

7. Kosova T.D., Stebljanko I.O. (2018) Vartisni aspekti formuvannja kapitalu akcionernih tovaristv [Value aspects of capital formation of joint stock companies]. *Infrastruktura rинку*, vol. 20, pp. 243–248.

8. Kostirko L.A., Kuxa I.M. (2018) Prioriteti formuvannja mehanizmu vartisno-orientovanogo upravlinnja finansami pidpriemstv [Priorities of formation of the mechanism of cost-oriented management of the enterprises' finances]. *Chasopis ekonomichnih reform*, no. 2, pp. 58–65.

9. Lisa O.M., Govorushko T.A. (2014) Porivnjal'nij analiz vartosti pidpriemstv za dopomogoj metodу diskontuvannja groshovih potokiv [Comparative analysis of enterprise value using cash flow discounting method]. *Naukovij visnik Hersons'kogo derzhavnogo universitetu. Ser : Ekonomichni nauki*, Vol. 5(4), pp. 77–80.

10. Rogul'skij V. (2013) Investicijna ocinka vartosti biznesu v procesi IPO na osnovi metodу diskonтованих грошових потоків [Investment valuation of business value in the IPO process based on the discounted cash flow method]. *Ekonomichnij analiz*, vol. 12(2), pp. 142–147.

11. Tarasova O. (2014) Modeljuvannja groshovih potokiv pri ocinci investicijnoi vartosti kompanii na rинку M&A [Modeling cash flows when estimating the investment value of a company in the M&A market]. *Naukovij visnik [Odes'kogo nacional'nogo ekonomichnogo universitetu]*, no. 6, pp. 136–146.

12. Budnik V.A. (2012) Upravlinnja zapasami pidpriemstv z urahuvannjam vartosti groshej za chasom [Enterprise inventory management based on the value of money over time]. *Ekonomika ta derzhava*, no. 8, pp. 27–28.

13. Minka V.F. (2010) Viznachennja pokaznika pitomoї chistoi potочної vartosti dlja ocinki effektivnosti investicijnih proektiv z diskretnimi u chasi groshovimi potokami [Determining the specific net present value to assess the effectiveness of investment projects with discrete-time cash flows]. *Visnik ekonomiki transportu i promislovosti*, no. 30, pp. 120–123.

14. Doroshenko G.O. (2018) Bjudzhetuvannja groshovih potokiv jak element mehanizmu ocinki vartosti akcionernih tovaristv [Cash flow budgeting as an element of the valuation mechanism of joint stock companies]. *Ekonomichnij prostir*, no. 133, pp. 121–129.