

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА

На правах рукопису

ВІТКОВСЬКИЙ ОЛЕГ СЕРГІЙОВИЧ

338.33.622:657.922(477)

ДИВЕРСИФІКАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ НА ПІДПРИЄМСТВАХ  
КОНДИТЕРСЬКОГО РИНКУ УКРАЇНИ

08.00.04 – економіка та управління підприємствами

(за видами економічної діяльності)

Дисертація на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Науковий керівник:

Литвиненко Т.М., к.е.н., доцент

Київ – 2012

## ЗМІСТ

Вступ	3
РОЗДІЛ 1 Теоретичні засади аналізу процесів диверсифікації підприємств.....	12
1.1. Сутність диверсифікації як форми організації господарської діяльності .....	12
1.2. Диверсифіковане підприємство – модель розвитку бізнесу в ринковій економіці.....	34
1.3. Інструментарій оцінювання вартості диверсифікованих підприємств.....	56
Висновки до розділу 1.....	80
РОЗДІЛ 2. Стратегія диверсифікації підприємств-лідерів кондитерського ринку України .....	82
2.1. Тенденції та суперечності розвитку кондитерського ринку України в системі зовнішніх чинників впливу.....	82
2.2. Внутрішні мотиви формування стратегії диверсифікації підприємствами-лідерами кондитерського ринку України.....	95
2.3. Показники результативності та рівня диверсифікації підприємств кондитерської галузі як базис для оцінки їх вартості.....	110
Висновки до розділу 2.....	122
РОЗДІЛ 3. Диверсифікаційна компонента вартості підприємств.....	124
3.1. Поліваріантна модель оцінки впливу диверсифікаційної компоненти на зміну вартості підприємства.....	124
3.2. Емпірична верифікація поліваріантної моделі, переваги та умови її використання.....	143
Висновки до розділу 3.....	163
Висновки.....	165
Додатки.....	168
Список використаних джерел.....	179

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Прояв кризових явищ у світовій економіці в цілому, та в економіці України зокрема, спричинюють пошук дієвих механізмів забезпечення фінансової стійкості та конкурентоспроможності підприємств, серед яких важливе місце посідає диверсифікація діяльності.

Диверсифікація діяльності підприємств зумовлюється необхідністю адекватно реагувати на зміни та загрози зовнішнього середовища шляхом розширення сфер діяльності, ринків збуту, номенклатури продукції, що випускається, та наданих послуг. Звернення вітчизняних підприємств, і особливо підприємств ринку кондитерських виробів, до диверсифікації своєї діяльності зумовлене, в першу чергу, вичерпанням ресурсів для подальшого зростання в межах існуючого ринку та існуючих товарних груп, посиленням конкуренції на ринку та уповільненням темпів зростання самого ринку кондитерських виробів. Оцінка ефективності діяльності та доцільності обраного напрямку розвитку, прийняття управлінських рішень щодо інвестування, кредитування, продажу диверсифікованого підприємства тощо, відповідно до перспективної нині концепції управління вартістю, базується на оцінці комплексу вартісних показників. Проте, незважаючи на широке практичне використання стратегії диверсифікації і тісний взаємозв'язок між диверсифікацією та ринковою вартістю підприємства у площині управління, існуючі наукові дослідження зазначених проблем досі проводяться відокремлено та залишають багато аспектів невирішеними.

Аналіз змісту наукової літератури показав не розробленість універсальних інструментів дослідження впливу диверсифікаційних процесів на результати діяльності підприємств та зміну їх вартості. Зокрема, відсутні комплексні теоретичні основи дослідження процесу диверсифікації, обґрунтування доцільності проведення диверсифікації та використання існуючих методологічних підходів і методів до оцінки вартості диверсифікованих підприємств, визначення ключових характеристик диверсифікованих підприємств, зв'язок диверсифікації з основними показниками господарської діяльності підприємства, що обумовлює потребу додаткового вивчення та розробки науково-практичних рекомендацій.

Теоретичні засади процесу диверсифікації є об'єктом дослідження багатьох вчених, зокрема серед українських науковців ці проблеми розкриваються у працях В. Дерези, О. Ковтун, М. Корінька, М. Міньковської, С. Попової, І.Репіної, С. Смерічевського, А. Старостіної, Д. Черваньова, А.Шегди, А. Яська та ін. З-поміж зарубіжних вчених, які досліджують та аналізують теоретичні засади диверсифікації діяльності, як однієї зі стратегій розвитку підприємства, найбільш відомі роботи І. Ансоффа, М. Портера, А. Стрікланда, А. Томпсона та деяких інших.

Дослідженню глибинних теоретичних основ економічної категорії “вартість” присвячені наукові праці таких відомих українських вчених як В.Базилевич, П.Єщенко, А. Чухно.

У працях вказаних авторів крім загальнотеоретичних питань, пов'язаних з дослідженням суті процесів диверсифікації, їх класифікацією та економічними наслідками, розглядаються також питання впливу диверсифікації діяльності на зміну організаційно-управлінської структури підприємства, чинники успіху стратегії диверсифікації, джерела фінансування.

Незважаючи на різноманітність та ґрунтовність наукових досліджень, опрацювання опублікованих за даною проблематикою робіт дозволило зробити висновок про те, що питання формування теоретичних і методичних засад щодо впливу процесів диверсифікації на зміну їх вартості в умовах ринкової економіки недостатньо представлені як у науковому, так і в організаційно-практичному аспектах. Необхідність розв'язання зазначених проблемних питань, їх актуальність, теоретична та практична значущість зумовили вибір теми дисертаційної роботи та її структуру.

### **Зв'язок роботи з науковими програмами, планами і темами.**

Дисертаційну роботу виконано в межах комплексної теми наукових досліджень кафедри теоретичної та прикладної економіки Київського національного університету імені Тараса Шевченка “Розвиток внутрішнього ринку України в умовах глобалізації: закономірності та протиріччя” (державний реєстраційний номер 06 БФ 040-01). Внесок автора полягає у розкритті соціального та економічного

аспектів диверсифікації, обґрунтуванні вигод від її запровадження, пропозиціях щодо методів оцінки ефективності диверсифікації.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є узагальнення теоретичних підходів та розроблення методичних рекомендацій щодо дослідження процесів диверсифікації та їх впливу на ринкову вартість підприємств кондитерської галузі України, що дозволяє забезпечити стійке та конкурентоспроможне становище підприємств кондитерської галузі України.

Для реалізації поставленої мети дослідження в роботі визначено такі завдання:

- виявити особливості продуктово-асортиментної диверсифікації, обґрунтувати її значення як основної форми диверсифікації підприємств ринку кондитерських виробів;

- поглибити науково-методичні засади понятійного апарату процесу диверсифікації діяльності підприємств, визначити його ознаки, принципи проведення;

- визначити систему показників та розробити методичку їх розрахунків для вимірювання рівня диверсифікації діяльності виробничих підприємств;

- узагальнити існуючі теоретичні підходи до визначення вартості підприємств;

- розробити методичний інструментарій оцінки вартості диверсифікованих підприємств;

- виокремити специфіку, стан та напрями процесів диверсифікації вітчизняних кондитерських підприємств;

- визначити кількісні параметри процесу диверсифікації підприємств кондитерської галузі;

- розробити методичні рекомендації та здійснити оцінку вартості диверсифікованих підприємств кондитерської галузі з урахуванням впливу диверсифікаційних компонент;

- довести доцільність застосування та переваги поліваріантної моделі для визначення кількісного впливу процесів диверсифікації на вартість диверсифікованих кондитерських підприємств.

**Об'єктом дослідження** є виробничо-господарська діяльність підприємств кондитерського ринку України.

**Предметом дослідження** є теоретико-методичні та організаційні засади розвитку диверсифікаційних процесів на підприємствах кондитерського ринку України.

**Методи дослідження.** Обґрунтованість результатів забезпечується тим, що у процесі дослідження застосовувалась сукупність загальнонаукових і спеціальних методів і підходів. У процесі дослідження еволюції поняття “диверсифікація” – історичний та логічний методи. При вивченні теоретичних аспектів диверсифікації – методи наукової абстракції, аналізу і синтезу, узагальнення; при класифікації її видів, виділенні напрямів, дослідженні галузевої специфіки – структурно-функціональний підхід, метод порівняння. При дослідженні існуючих методологічних оціночних підходів для виявлення їх адаптивних можливостей до потреб оцінки диверсифікованих підприємств – метод критичного аналізу. У процесі добору та обробки фактичного матеріалу для з'ясування тенденцій і перспектив розвитку кондитерської галузі, проведення оцінки вартості кондитерських підприємств за поліваріантною моделлю – статистичні методи (систематизації, групування, аналізу рядів динаміки, середніх та відносних величин, ковзних середніх, порівняння). При розробці алгоритму застосування поліваріантної моделі оцінки кількісного впливу процесів диверсифікації на вартість диверсифікованих підприємств – метод формалізації. Для оцінки рівня диверсифікації підприємств кондитерської галузі та для проведення розрахунків з визначення вартості досліджуваних підприємств – економіко-математичні методи (індексний метод, кореляційно-регресійний аналіз). Табличні та графічні методи використовувались для наочного зображення статистичного матеріалу й схематичного подання ряду теоретичних положень дисертаційної роботи. Загальні висновки сформульовано, керуючись засадами методів системного аналізу та наукової абстракції.

**Інформаційну базу дослідження** складала законодавчі та нормативні акти України з питань оціночної діяльності, наукова монографічна література, статті вітчизняних і зарубіжних вчених, статистична інформація Державної служби

статистики України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, дані підприємств кондитерської галузі, дані інформаційно-аналітичних компаній “Агентство промислових новин” та “Союз-Інформ”.

**Наукова новизна дослідження** полягає у теоретичному обґрунтуванні та вирішенні комплексу організаційно-методичних питань, пов’язаних із диверсифікаційними процесами та їх наслідками для діяльності підприємств ринку кондитерських виробів України. У процесі дослідження отримано науково-обґрунтовані результати, для яких характерна наукова новизна:

*вперше:*

– визначено та кількісно обчислено, за допомогою використання поліваріантної моделі оцінки взаємозв’язку процесів диверсифікації та вартості підприємства, вплив диверсифікаційної компоненти на зміну вартості підприємств кондитерської галузі, при цьому диверсифікаційну компоненту структуровано за виділенням ступеня впливу продуктової, географічної та вертикальної видів диверсифікації;

*удосконалено:*

– понятійно-категоріальний апарат теорії диверсифікації діяльності, а саме: запропоновано ідентифікувати географічну диверсифікацію кондитерських підприємств не через реалізацію продукції на інших (закордонних) ринках, а через наявність власних виробничих потужностей на території інших країн;

– методичні засади визначення системи показників, які дозволяють об’єктивно виявляти рівень диверсифікації діяльності підприємств, а саме: індексу диверсифікації, який показує кількості видів діяльності або товарних груп, що репрезентують підприємство на ринку; дисперсії часток товарних груп підприємства; коефіцієнту концентрації товарних груп; індексу ентропії товарних груп; коефіцієнту зосередження, що дозволило розкрити варіанти інтерпретації кількісних значень цих показників та зазначити ситуації доцільності їх застосування;

– теоретичні підходи до оцінки вартості підприємств, а саме: методологію дохідного підходу у частині визначення модифікованого грошового потоку

підприємства, що на відміну від традиційних підходів до обчислення грошового потоку полягають у способі його розрахунку через додавання приросту чистого робочого капіталу та вирахування приросту довгострокової заборгованості;

– методику визначення кількісного впливу процесів диверсифікації на зміну вартості диверсифікованого підприємства, що реалізується через двоетапний алгоритм, який передбачає, на першому етапі, визначення базової вартості підприємства на основі дохідного підходу, а на другому етапі – її коригування з урахуванням фактору диверсифікації (за допомогою коефіцієнтів продуктової, географічної та вертикальної диверсифікації);

*одержали подальший розвиток:*

– види, напрями та способи здійснення диверсифікації діяльності підприємств, зокрема основні види диверсифікації (продуктова, виробнича) уточнено з огляду на специфіку досліджуваної кондитерської галузі, відповідно до чого виділено способи диверсифікації: в межах продуктового напрямку – збільшення числа товарних груп, що виробляються підприємством; в межах виробничого – експансію на закордонні ринки шляхом створення власних виробничих потужностей; розвиток споріднених виробництв у одному виробничому ланцюгу; наближення виробників до кінцевого споживача шляхом розвитку власних збутових мереж;

– теоретичні положення щодо нетотожності понять “вартість майна” і “вартість суб’єкта господарювання” та відповідно “оцінка підприємства” і “оцінка бізнесу”, які виникають внаслідок неврахування при оцінці цілісного майнового комплексу таких ринкових чинників створення надлишкового прибутку, як розмір гудвілу, вартість бренду, налагоджені господарські зв’язки та ін.;

– узагальнення переваг та недоліків основних оціночних підходів при їх використанні для визначення вартості диверсифікованого підприємства на основі застосування методів стратегічного аналізу, які полягають у визначенні обмежень та можливостей застосування кожного із методологічних підходів – витратного, порівняльного (ринкового) та дохідного, виходячи із позицій стратегічного цілепокладання, тобто, враховуючи адекватність їх застосування щодо потреб

оцінки впливу процесів диверсифікації на зміну вартості диверсифікованих підприємств; доведено доцільність використання дохідного підходу як базового.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у розробці алгоритму застосування поліваріантної математичної моделі визначення кількісної оцінки впливу процесів диверсифікації на вартість підприємства. Основні наукові положення дисертації доведені до рівня методичних рекомендацій прикладного характеру, що дає змогу застосовувати їх у господарській практиці управління диверсифікованими підприємствами.

Результати дисертаційної роботи використано підприємством ЗАТ “Житомирські Ласощі”, зокрема, ключові висновки щодо аналізу діяльності диверсифікованих підприємств кондитерської галузі, основні положення методики визначення ступеня диверсифікації діяльності підприємств (довідка про впровадження від 12.10.2010 №1710). Висновки і результати роботи було використано при розробці окремих пунктів Стратегії розвитку міста Києва до 2025 року (довідка Головного управління економіки та інвестицій виконавчого органу Київської міської ради (Київської міської державної адміністрації) від 24.11.2011 №049-07/6780-11). Основні положення і результати дослідження застосовувались також у навчальному процесі – при підготовці та викладанні дисципліни “Оцінка бізнесу” у Київському національному університеті імені Тараса Шевченка (довідка від 29.02.2012 № 04/01).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, в якій запропоновано авторський підхід до визначення кількісної оцінки впливу процесів диверсифікації на вартість підприємства. Наукові статті підготовлені автором особисто і відображають основний зміст дослідження, а його внесок у працю, що написана у співавторстві, зазначено у списку публікацій.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення, результати, висновки та пропозиції роботи доповідались на VI Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів і молодих вчених “Шевченківська весна. Сучасний стан науки: досягнення, проблеми та перспективи розвитку” (м. Київ, 20-23 березня 2008 р.), V Всеукраїнській науково-практичній конференції “Світові

тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України” (м. Київ, 20-22 жовтня 2008 р.), VII Міжнародній міждисциплінарній конференції молодих вчених “Шевченківська весна 2009” (м. Київ, 23-26 березня 2009 р.), VI та VII Міжнародних науково-практичних конференціях “Теорія і практика економіки та підприємництва” (м. Алушта, 4-6 травня 2009 р.; м. Алушта, 11-13 травня 2010 р.), IX, X та XI Міжнародних науково-практичних конференціях “Конкурентоспроможність національної економіки” (м. Київ, 27 березня 2009 р.; м. Київ, 26 березня 2010 р.; м. Київ, 25 березня 2011 р.), Міжнародному науково-практичному бізнес-форумі “Бізнес і наука: вектори співпраці (сmt. Партеніт, 18-22 травня 2009 р.), Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених “Суперечності та перспективи розвитку фінансової системи України в умовах світової економічної кризи” (м. Київ, 23 жовтня 2009 р.), Міжнародній науково-практичній конференції “Інвестиційні та інноваційні складові розвитку внутрішнього ринку України в умовах глобалізації” (м. Київ, 5-6 листопада, 2009 р.), V Міжрегіональній науково-практичній конференції “Україна в умовах світової фінансово-економічної кризи: реалії та перспективи” (м. Одеса, 4 грудня, 2009 р.), VIII Міжнародній науково-практичній конференції студентів та аспірантів “Шевченківська весна. Економіка” (м. Київ, 22-26 березня, 2010 р.), Другій Всеросійській науково-практичній конференції з міжнародною участю “Регіональна інноваційна економіка: сутність, елементи, проблеми формування” (Росія, м. Ульяновськ, 21-23 жовтня 2010 р.), Міжнародній науково-практичній конференції “Конкурентоспроможність та інновації: проблеми науки та практики” (м. Харків, 11-12 листопада, 2010 р.).

**Публікації.** За результатами виконаних досліджень опубліковано 20 наукових праць загальним обсягом 4,7 д.а., з них 10 – у наукових фахових виданнях (3,05 д.а.), які належать особисто автору, 1 – у зарубіжному науковому журналі (англ. мовою, 0,35 д.а.) та 9 – у матеріалах і тезах конференцій, в т.ч. 1 праця – у співавторстві.

**Структура та обсяг роботи.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків і займає 199 сторінок. Основний текст викладено на 156 сторінках комп’ютерного тексту, містить 32 таблиці та 33

рисунка. До основного тексту додаються 2 додатки на 11 сторінках. Список використаних джерел складається із 217 найменувань і займає 21 сторінку.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ ПРОЦЕСІВ ДИВЕРСИФІКАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

#### **1.1 Сутність диверсифікації як форми організації господарської діяльності**

Трансформаційні процеси, які активізувалися останнім часом щодо подальшого економічного розвитку національних економік за умови скорочення традиційних ресурсів, ускладнення відтворювальних процесів, посилення конкуренції як на світовому рівні, так і на рівні окремої галузі зумовлюють потребу по-новому осмислювати ситуацію, що склалася у зовнішньому середовищі. Для цього необхідні нові наукові підходи щодо визначення логіки еволюційних тенденцій, наукові дослідження, які б дозволяли поглиблювати теоретичні засади формування нових виробничих відносин, вдосконалювати аналітико-оціночний апарат, розробляти сучасні управлінські механізми керування процесами подальшого розвитку.

Магістральний напрям розвитку вітчизняної економіки в сучасних умовах полягає у створенні сучасної, інтегрованої у світове виробництво, здатної до саморозвитку промисловості та її інфраструктури; формуванні нових організаційних та виробничих структур; використанні сучасних методів менеджменту, які б за своїми основними показниками відповідали аналогічним механізмам найбільш розвинутих країн світу і забезпечували можливість постіндустріального розвитку України.

Впровадження інноваційного шляху розвитку економіки України набуває все більш важливого значення, враховуючи, що починається принципово новий етап інтеграції нашої країни до європейської та світової спільноти. Якщо раніше пріоритетна увага надавалась, в основному, політичним засобам, то сьогодні на перший план повинні вийти засоби економічної інтеграції, у яких кардинального

значення набуває конкурентоспроможність українських товарів як промислової, так і непромислової групи. Особливої ваги в зв'язку з цим набуває зміна структури українського експорту та імпорту, перенесення акцентів із експорту сировини на експорт наукоємної продукції та продукції зі значною часткою доданої вартості, із імпорту готової продукції та енергетичних ресурсів до закупівлі найсучасніших технологій, засобів виробництва і науково-технічної інформації. На сьогоднішній день існуючий поки що економічний і промисловий потенціал вітчизняних виробничих підприємств дає підстави для такого сценарію розвитку національної економіки.

Дотримання саме такої логіки економічного розвитку, на нашу думку, є необхідною умовою успішної реалізації ідеї інтеграції вітчизняної економіки в цивілізований конкурентоспроможний світовий простір. І одним із чинників забезпечення такої логіки є дослідження трансформаційних процесів щодо пошуку таких форм діяльності, випуску такої нової продукції, формуванню такої інвестиційної політики на рівні основного господарюючого суб'єкта - підприємства, що дає можливість конкурувати на світових товарних ринках. На нашу думку, однією із таких форм організації діяльності виробничого підприємства є диверсифікація.

Морфологія слова “диверсифікація”, яке походить з латинської мови, наступна: *diversification* – зміна, різноманітність, або *diversus* – різний та *fasere* – робиш). Це слово означає збільшення асортименту, зміну типів і видів продукції (товарів) та впровадження нової.

Великий економічний словник дає таке визначення: “Диверсифікація – це розширення асортименту, зміна видів продукції, що виробляються підприємством, освоєння нових видів виробництва з метою підвищення його ефективності, отримання економічної вигоди, попередження банкрутства.” [20, с. 174]

В іншому економічному словнику диверсифікацію визначено як різносторонній розвиток, тобто інвестування ресурсів в різні напрями діяльності, що дозволяє зменшити ризик потенційних втрат інвестованого капіталу або ризик недоотримання бажаного рівня доходу. В широкому розумінні – це стратегічна

орієнтація на створення багатoproфільного виробництва чи портфеля цінних паперів [60, с.182].

Більш розширеного трактування даний термін набуває в економічній енциклопедії за редакцією професора Мочерного С.В. Диверсифікація тут трактується як процес розширення номенклатури продукції, яку виробляють окремі фірми та об'єднання. Вона існує у двох основних формах: по-перше, як збільшення кількості товарів, що виробляє підприємство, тобто налагодження випуску нових товарів, але в рамках існуючої галузі, що дозволяє підприємству більш повно задовольнити попит існуючих споживачів; по-друге, як входження підприємства в нові для себе види господарської діяльності та початок виробництва нових товарів [58, с. 344-345]. Остання здійснюється здебільшого через створення нових підприємств, придбання чи злиття з іншими. Як наслідок відбувається перехід від односторонньої виробничої структури до багатoproфільного виробництва, виникнення багатогалузевих комплексів.

Слід зауважити, що в подальшому для цілей нашого дослідження, ми будемо дотримуватися та доповнимо саме такий підхід до диверсифікації, через визначення її як розширення асортименту товарів, організацію випуску нових видів продукції в межах «власної» галузі. Це обумовлено тим, як буде показано далі в роботі, що саме такий вид диверсифікації притаманний підприємствам кондитерської галузі України.

Оксфордський бізнес-словник тлумачить диверсифікацію як розширення сфери виробництва чи торгівлі виробником чи торговцем за рахунок включення в неї нових товарів. Диверсифікація може відбуватися шляхом придбання фірм, вже діючих на тих ринках, куди збирається виходити компанія, чи через розширення власних потужностей. Диверсифікація часто використовується у тих випадках, коли необхідно знизити залежність від одного ринку, ємність якого скорочується (наприклад, ринок тютюнових виробів), урівноважити сезонні коливання ринку (наприклад, ринок сільськогосподарських культур), чи забезпечити простір для росту компанії [17, с. 202].

Для більш глибокого розуміння поняття «диверсифікація» та дотримання наукової логіки дослідження складних економічних проблем вважаємо за доцільне коротко оглянути еволюцію виникнення та трансформації поняття “диверсифікація”.

Першим економістом в наукових працях часто називають Арістотеля (384-322 рр. до н.е.). Це найбільш значима фігура серед представників економічної думки античного світу. Арістотель протиставляв економіку і хрематистику (від слова «хрема» - майно, володіння), порівнюючи останнє з «мистецтвом наживати багатство» за рахунок торговельних угод [68, с. 157]. Є всі підстави вважати цю теорію як наукове обґрунтування диверсифікації торгівлі у її багатозначному прояві, в тому числі і нагромадження капіталу [132].

Частково можна прослідкувати наявність думок щодо розподілу капіталу між різними сферами господарювання, тобто зародження вивчення питання диверсифікації капіталу у вченнях мислителів Стародавнього Китаю, Стародавньої Індії та Стародавнього Риму.

Відомий мислитель арабського Сходу Ібн Хальдун (1332—1406 рр.) розробив концепцію суспільного прогресу на базі економічних факторів. Основна його думка зводилась до визнання диференційованого характеру еволюції суспільства з урахуванням диверсифікації сфер економічної діяльності людей у землеробстві, скотарстві, торгівлі та ремеслі. Саме успішний розвиток усіх галузей економіки, як вважав Ібн Хальдун, здатний створювати такі умови, за яких розкіш може бути доступною кожній людині.

Значний науковий інтерес викликають наукові ідеї та політика меркантилізму (XV-XVIII ст.) як першої концепції ринкової економіки, яка, окрім всього іншого, висвітлює й питання диверсифікації позиції державної влади відносно суспільного господарства. Суть її стосується політики нагромадження грошей, протекціонізму і державної регламентації господарської діяльності, а також забезпечення «раціонального господарювання» як об'єктивно доцільного і обґрунтованого. Певний науковий внесок у розвиток ідей меркантилізму зробив один із найвідоміших вітчизняних вчених Феофан Прокопович (1681—1736 рр.). Саме його трактування забезпечення активного господарського та торговельного

балансу шляхом безперервного поширення процесів диверсифікації господарської діяльності, тобто завдяки одночасному розвитку промисловості, сільського господарства, торгівлі, засобів і шляхів сполучення, підтвердило необхідність розвитку економічних та торговельних зв'язків (якщо це відповідає інтересам держави) [84, с. 25-27].

А. Сміт у своїй праці «Дослідження про природу і причини багатства народів» зазначає, що, враховуючи наявність кон'юнктурних коливань в будь-якому виді підприємницької діяльності, підприємства, для забезпечення власної конкурентоспроможності, повинні урізноманітнити (диверсифікувати) власну діяльність. Тобто, визначається узагальнюючий фактор процесу диверсифікації з урахуванням того, що «загальноекономічні закони розвитку суспільства» завжди виступають підґрунтям для визначення напрямку диверсифікації, з урахуванням прийняття до уваги у процесі диверсифікації не лише економічних законів і факторів, а й соціальних. Враховуючи зазначене, диверсифікація розглядається А.Смітом у безпосередньому зв'язку з конкретними умовами господарювання та функціонування, вона є наслідком економічних та соціальних процесів [64].

Вперше процес розширення кола товарів, що випускаються, і послуг, а також появи нових організаційних одиниць було ідентифіковано і проаналізовано в класичному історичному дослідженні Альфреда Чандлера «Стратегія і структура; розділи з історії великих американських підприємств» [179]; Альфред Чандлер провів дослідження початку процесів диверсифікації в компаніях Du Pont і General Motors в 20-і роки, які згодом мали місце і на інших великих підприємствах.

Поступово поширюючись і в інших компаніях, диверсифікація досягла піку в своєму розвитку в середині минулого століття. Саме в цей час багато компаній відчували, що досягли межі свого зростання в рамках існуючих галузей, і тому почали активно шукати шляхи свого розширення в нові для себе сфери діяльності.

Наступним етапом розвитку диверсифікаційних об'єднань став етап створення потужних міжгалузевих концернів, які поєднували в собі виробничі підприємства кількох галузей економіки. Керівництво такими об'єднаннями здійснювалось з єдиного управлінського центру. Такі об'єднання, за рахунок поєднання різних

виробництв, давали змогу забезпечити стабільний розвиток підприємств навіть в умовах зміни зовнішнього середовища. Це, в першу чергу, досягалось за рахунок рівномірного розвитку різних напрямів діяльності, які перебували на різних (протилежних) стадіях життєвого циклу, що забезпечувало ефективніший розподіл наявних фінансових ресурсів. Крім того, за умов недостатнього розвитку інструментів фондового ринку розвиток нових виробництв був найбільш ефективним напрямом інвестування коштів.

Одними із перших практичне дослідження диверсифікації і інтеграції американських компаній як стратегії їх розвитку в 1962 р. здійснив М.Горт, японських підприємств – в 1979 р. Е.Есінара [125, с.10.].

Дослідження стратегії диверсифікації стало одним із ключових питань серед науковців у період збільшення обсягів споживання товарів і послуг, який спостерігався починаючи з 1960-х років. Причин для цього було декілька, головними з яких стали уповільнення показників росту виробництва та зосередження уваги на забезпеченні стабільного розвитку підприємства.

Під час економічної кризи на початку 70-х років більшість підприємств відмовилася від проведення диверсифікації. [127, с.79-82.]

У наступному десятилітті була розроблена нова “управлінська парадигма”, суть якої полягала в тому, що організація розглядалася як “відкрита” система, успіх розвитку визначався у пристосуванні до динаміки навколишнього середовища. В цей час провідні американські консалтингові компанії (“The Boston Consulting Group”) та великі транснаціональні корпорації (“General Electric”, “Royal Dutch Shell”) розробили цілий ряд нових аналітичних інструментів для прийняття управлінських рішень – аналітичні матриці розмірністю 2x2 та 3x3. З'являється поняття “стратегічна зона господарювання”, яка характеризується обсягом попиту та темпами зростання, відповідно розробляється інструментарій для аналізу та управління бізнес-портфелем компаній на основі визначення стратегічних зон господарювання.

В цей період спостерігався подальший розвиток великих міжнародних компаній, які продовжували нарощувати масштаби своєї діяльності за рахунок входження в нові сфери господарювання та приєднання до себе інших підприємств.

Переважаючим напрямом диверсифікації 80-х років ХХ століття була диверсифікація капіталу, яка відбувалась переважно за географічною ознакою, що призвело до появи низки транснаціональних корпорацій.

Зміни, що відбувались у зовнішньому середовищі функціонування компаній та стосувалися не лише економічних перетворень, але і змін в науково-технічному прогресі, призвели до зміни управлінських підходів до стратегічного розвитку підприємств. Пошук дієвих механізмів забезпечення стабільного розвитку став пріоритетом діяльності керівництва компаній. І саме стратегія диверсифікації дозволяла компаніям застосовувати найновіші технології у своєму виробничому процесі, що, в свою чергу, зміцнювало їх конкурентну позицію як на внутрішньому, так і на світовому ринках. Також поширенню стратегії диверсифікації сприяло падіння норми прибутку на капітал, вкладений в традиційне виробництво.

Таким чином, ми можемо зробити висновок, що стратегія диверсифікації розвивалась разом з розвитком самих виробничих процесів та компаній. Розуміння стратегії диверсифікації змінювалось разом із зміною умов функціонування підприємств. Поширення того чи іншого виду диверсифікації відбувалось під впливом внутрішніх та зовнішніх факторів. Коротко історія розвитку поняття “диверсифікація” наведена в таблиці 1.1.

Процес розвитку поняття “диверсифікація” можна розбити на кілька основних етапів, яким характерні певні риси. На початку свого розвитку стратегія диверсифікації передбачала, в першу чергу, товарну диференціацію, тобто розширення кількості товарних груп. В період активного економічного розвитку та накопичення фінансових ресурсів диверсифікація розглядалась як географічне розширення масштабів діяльності та створення транснаціональних корпорацій.

Для більш глибокого проникнення в сутність даної багатофакторної і багатокомпонентної категорії перейдемо до розгляду її теоретичної сутності, особливо в контексті сучасних економічних відносин.

Таблиця 1.1

## Еволюція поняття “диверсифікація” у ХХ столітті

Епохи історичного розвитку	Економічні передумови	Засоби досягнення цілей виробництва	Переважаюча форма організації виробництва	Наслідки
Епоха масового виробництва (до кінця 20-х років)	Концентрація виробництва і централізація капіталу в межах галузі	Створення товару для ринку. Зниження витрат виробництва	Спеціалізація виробництва ("чисті галузі")	Створення товарних ринків
Епоха масового збуту (до середини 50-х років)	Концентрація капіталу в межах галузей. Товарна конкуренція. Надмірне накопичення капіталу в межах галузей. Структурна конкуренція	Маніпулювання набором товарів, що використовуються в певній області  Маніпулювання набором галузей (виробництво технологічно взаємозв'язаної продукції). Перелив капіталів в інші галузі і сфери діяльності. Маніпулювання набором галузей і сфер діяльності	Горизонтальна диференціація. Продуктова (товарна) диверсифікація.  Вертикальна інтеграція. Галузева диверсифікація (набір галузей)  Багатогалузева диверсифікація (набір галузей і сфер діяльності)	Подолання меж товарних ринків  Галузеві ринки.  Подолання меж галузевих ринків. Національні ринки
Постіндустріальне суспільство	Надмірне накопичення капіталу в окремих країнах.  Критична маса об'ємів виробництва у світовому масштабі  Конкуренція	Експорт капіталу в інші країни. Регулювання світогосподарських зв'язків.  Оптимізація прибутковості в межах діяльності  Стратегія глобальної оптимізації	Географічна диверсифікація (набір країн). Міжнародна інтеграція.  Інтернаціоналізація виробництва.  Глобальна диверсифікація.	Подолання меж національних ринків. Регіональні ринки. Ефект мультиплікації на світовому рівні.

Епохи історичного розвитку	Економічні передумови	Засоби досягнення цілей виробництва	Переважаюча форма організації виробництва	Наслідки
	між фірмами, діяльність яких оптимізована у світовому масштабі	діяльності.		Подолання меж регіональних ринків.
Епоха інформаційних і комп'ютерних технологій (з кінця 90-х років ХХ ст.)	Світова конкуренція	Глобальна оптимізація світогосподарських зв'язків	Світова економіка	Світовий ринок

Джерело: Орехов С. А.. Диверсифицированные корпоративные объединения: проблемы статистического анализа. — М. : ЗАО ИПЦ "БУКВИЦА", 2000. — 13с.

У науковій літературі диверсифікація, в першу чергу, трактується через розвиток виробництва у декількох галузях, що призводить до збільшення кількості продукції, яку виробляє підприємство. Диверсифікація діяльності підприємств зумовлена швидкими змінами ринкового середовища та необхідністю компаній пристосовуватись до таких змін.

Александров З. С. трактує поняття «диверсифікація виробництва» як одночасний розвиток багатьох, не пов'язаних один з одним, видів виробництва, розширення асортименту виробів, що виробляються у рамках одного підприємства, концерну і т.д. Диверсифікація застосовується з метою підвищення ефективності виробництва, отримання економічної вигоди і запобігання банкрутства [2, с.75].

Російський дослідник Е. Уткін [158] розглядає диверсифікацію як спосіб зайняти ринковий простір, щоб більш комплексно задовольняти потреби споживачів. Також він пов'язує диверсифікацію з фінансовим менеджментом, та виділяє два аспекти диверсифікації – інвестування в різні цінні папери чи в створення багатопрофільних підприємств. Ціллю диверсифікації при цьому виступає бажання знизити ризик банкрутства та підвищити

конкурентоспроможність. Як ми бачимо, в такому трактуванні диверсифікація набуває управлінського аспекту.

Вітчизняний економіст Ковтун О. І., автор підручника «Стратегія підприємства», вважає, що диверсифікація діяльності підприємства полягає в урізноманітненні бізнесу підприємства шляхом входження підприємства на нові сектори ринку і розширення галузевого діапазону його діяльності [76, с.116-117].

Тобто, диверсифікація визначається через розвиток не зв'язаних видів діяльності та розширення номенклатури продукції і послуг.

Також диверсифікацію розглядають як одну із форм концентрації капіталу. При такому куті розгляду диверсифікація розуміється як одна з форм концентрації капіталу, пов'язана з проникненням раніше спеціалізованих фірм в інші галузі виробництва, сфери послуг.

Деякі дослідники [139], говорячи про диверсифікацію, роблять акцент на розширенні діапазону діяльності підприємства. Диверсифікація - це вихід підприємства за межі існуючого діапазону його діяльності, яке відбувається шляхом входження в нові сфери господарювання та географічні ринки. Як правило, нові напрями діяльності технологічно та технічно відрізняються від існуючих, вони спрямовані на задоволення попиту іншої категорії споживачів.

Інші ж розглядають диверсифікацію як маркетингову стратегію, направлену на нові види діяльності фірми поза межами основного бізнесу [80].

Актуалізація диверсифікаційних процесів підсилюється інноваційною спрямованістю виробництва, яка спонукає сучасного виробника реагувати на швидкі структурні зміни, посилення конкурентної боротьби. Диверсифікація дозволяє використовувати переваги комбінування, проникнення в нові, більш прибуткові галузі, вона дає змогу компенсувати спад збуту на ринку одних товарів його зростанням на інших. В результаті цього диверсифіковані компанії мають вищий рівень стабільності, ніж не диверсифіковані. Вони також мають можливість переливати капітал в найприбутковіші галузі.

Російські дослідники А.Гур'янов та В.Макаров також наголошують на тісному зв'язку диверсифікації з інноваціями та зниженням ризиків. Вони вважають, що

диверсифікація - це інноваційний процес розширення господарської активності організації в нові сфери діяльності з метою зниження ризиків самої діяльності [49, с. 218-220.]. Диверсифікація - це інноваційний процес розширення активності підприємств і цілих галузей за рамки основного бізнесу з метою зменшення ризику.

Інноваційна орієнтація виробництва сучасних підприємств примушує їх проводити латеральну диверсифікацію, тобто освоєння абсолютно нових для них типів продукції, проникаючи таким чином в інші галузеві структури.

Латеральна диверсифікація характеризується високим рівнем ризику інвестора, оскільки потребує значних інвестицій. Однак вона є оптимальним методом розширення виробничої діяльності, За сучасних умов, коли підприємства відчувають брак грошових коштів, коли ринок інвестицій залишається обмеженим, а банківські процентні ставки під кредит досить високими, не багато підприємств можуть скористатися латеральною диверсифікацією виробництва.

Також диверсифікацію, як одну із стратегій розвитку підприємства, можна розглядати з точки зору управлінського аспекту. В цьому випадку ми розглядаємо її як один із дієвих механізмів антикризового управління. Даний механізм дозволяє як через розширення асортименту продукції, переліку послуг в межах існуючої галузі, так і за допомогою виходу на нові ринки на базі впровадження нової технології, забезпечити стабільне функціонування підприємства.

Диверсифікацію можна розглядати у якості дієвого організаційно-економічного чинника економічного зростання. Вона сприяє появі сучасних виробничих структур – диверсифікованих концернів і конгломератів, що об'єднують підприємства багатьох галузей економіки, які не пов'язані між собою технологічним ланцюгом. Ці підприємства діють як самостійні, а від штаб-конгломерату залежать лише фінансово. До того ж дані утворення стимулюються існуючим антимонопольним законодавством, яке обмежує горизонтальну експансію компанії. Її частка на окремому ринку не створює монопольного становища.

Під впливом посиленої економічної динаміки термін “диверсифікація” використовується дещо в більш широкому контексті. Диверсифікацію виробництва як одночасний розвиток багатьох, не пов'язаних один з одним, видів виробництва,

розширення асортименту продукції; диверсифікацію вкладень як розподіл капіталу інвестора між різними цінними паперами; диверсифікацію інвестицій як вид інвестиційної стратегії підприємства, спрямованої на розширення чи зміну інвестиційної діяльності; диверсифікацію інвестиційного портфеля як один із напрямів інвестиційної політики підприємства в процесі формування портфеля цінних паперів, що спрямований на зниження портфельного ризику; диверсифікований ризик як ризик втрати активів, що стосується певного підприємства, сукупна характеристика окремих видів інвестиційних ризиків і т.ін.; диверсифіковані фінансові системи, для яких характерним є множинність фінансових інституцій, розгалуженість інфраструктури, різноманітність операцій, значна ємність фінансових ринків, широкий вибір пропозицій грошових інструментів тощо.

Зокрема, російський вчений Керашев М.А. дає таке визначення диверсифікації: диверсифікація – це перехід від монопродуктового до багатопродуктового виробництва з широкою номенклатурою продукції, проникнення в нові галузі виробництв чи сфери послуг та інше [74, с.8].

Ансофф І. розглядає поняття диверсифікації у трьох ракурсах: диверсифікація, пов'язана з потребами, – освоєння нової технології з метою продовження обслуговування традиційного ринку; диверсифікація, пов'язана з технологіями, – застосування традиційних технологій для задоволення нових потреб; конгломератна диверсифікація – перехід в область бізнесу, не пов'язану з існуючою [5, с.77-78].

Російські економісти Г. Немченко, С. Донецкая та К. Дьяконов наголошують, що диверсифікація виробництва через розподіл ресурсів (фінансових та трудових) між різними галузями дозволяє попередити виникнення та/або подолати існуючі дисбаланси у розвитку різних сфер діяльності [124, с. 107-113].

Український науковець Корінько М.Д. розмежовує два основних види диверсифікації – диверсифікація внутрішнього зростання та диверсифікація зовнішнього зростання. Кожен із видів має свої особливості та характеристики [84, 85].

Велика кількість науковців дотримується думки, що стратегія диверсифікації є дієвим інструментом управління рівнем фінансових ризиків та дозволяє досягти його зниження. В. Вітлінський [40] зазначає, що з поняттям ризику особливо тісно пов'язане поняття диверсифікації. Диверсифікацію, на думку вченого, слід розглядати як розширення асортименту, освоєння нових напрямів виробництва з метою підвищення ефективності виробничої і комерційної діяльності, отримання економічної вигоди, зниження ймовірності настання ризикового випадку.

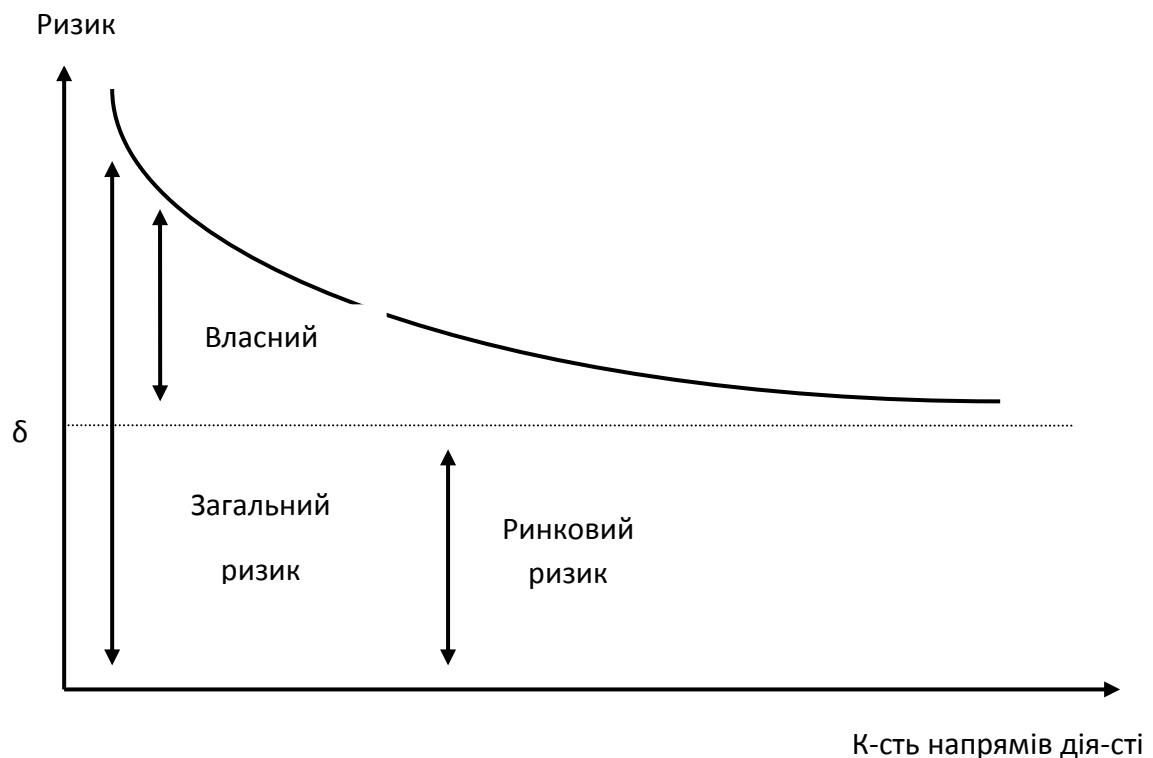


Рис. 1.1. Ризик та диверсифікація.

Вітчизняний економіст А. Камінський [71] зазначає, що диверсифікація вживається у широкому та вузькому значеннях. У широкому сенсі під диверсифікацією розуміють розширення діапазону економічної діяльності, проникнення у нові сфери економічної діяльності та (або) на нові ринки. Для конкретного підприємства це виражається у розширенні номенклатури продукції, асортименту товарів тощо. У вузькому сенсі під диверсифікацією розуміють розподіл капіталу інвестора в різні типи цінних паперів різних емітентів, тобто диверсифікація виступає методом зниження власного ризику підприємця (рис.

1.1). Вперше визначення диверсифікації у вузькому сенсі запропонував Нобелівський лауреат Г. Марковіц [71, с.91].

Якщо систематизувати визначення поняття диверсифікації, наведені в іноземній літературі такими авторами, як Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж., Гріфін Р., то їх можна звести до наступного: диверсифікація – це розширення номенклатури товарів (послуг) підприємства за рахунок споріднених чи нових, які можуть виготовлятися і збуватися з використанням існуючого потенціалу, а також розвиток діяльності фірми в абсолютно нових для неї галузях [154, с.101].

Проаналізувавши певну кількість точок зору та підходів до визначення поняття «диверсифікація», ми бачимо, що деякі дослідники – С.Мочерний, М.Керашов, А. Томсон-мл. – зазначають, що диверсифікація, крім інших аспектів, передбачає розширення асортименту товарів як в межах “власної” галузі, так і за її межами. Саме такого підходу до визначення диверсифікації ми будемо дотримуватись в нашому дослідженні. Наведемо ще кілька підходів до визначення диверсифікації, які підтверджують можливість застосування такого підходу.

Зокрема, вітчизняний дослідник Гладич Г.Я. [44, с.97] вважає, що диверсифікація - це розширення асортименту чи зміна виду продукції, яка виробляється підприємством, освоєння нових видів виробництв з метою підвищення ефективності виробництва, отримання економічної вигоди та попередження банкрутства. Диверсифікацію асортименту також називають однорідною товарною диверсифікацією.

М. Скоробатов виділяє такий вид диверсифікації як виробнича. При цьому під виробничою диверсифікацією розуміється урізноманітнення на підприємстві видів виробництв, що забезпечують одержання різної продукції і розширення її асортименту. [146, с.18-21]

Оскільки для нашого дослідження ми обрали кондитерську галузь, то саме продуктово-асортиментна диверсифікація буде предметом подальшого розгляду та аналізу. Зважаючи на це, вважаємо за доцільне зосередити увагу на поняттях “асортимент” та “номенклатура”. Асортимент товарів – це набір видів товарів, яким притаманні свої споживчі характеристики. Товари одного асортиментного ряду

можуть відрізнятися рівнем якості та/або зовнішньою формою. Проте такі товари призначені для задоволення того ж самого попиту. Тобто це взаємозамінні товари, вони мають подібне призначення та подібні споживчі властивості.

Номенклатура – перелік товарів та товарних груп, призначених для реалізації на різних товарних ринках. [56, с. 302].

Уваги заслуговує також підхід вітчизняного економіста Ясько В.Г. [178, с. 59], який в рамках диверсифікації виробництва виділяє галузеву та продуктово-асортиментну диверсифікацію. При цьому продуктово-асортиментна диверсифікація означає розширення підприємством асортименту продукції (різновидів одного виду продукції), яка виробляється за єдиною технологією та одними і тими ж засобами виробництва, вона дозволяє збільшувати обсяги збуту, дозавантажити виробничі потужності, застосовувати більш гнучку цінову політику. Галузева диверсифікація, в свою чергу, передбачає вихід фірми в нові сфери, галузі діяльності.

Схожої точки зору дотримуються і деякі зарубіжні дослідники. Вони трактують диверсифікацію як розширення набору номенклатури продукції, що випускається, має деякий зв'язок з основною номенклатурою, з основними способами виробництва на підприємстві [192, с.771-785].

Диверсифікація — це процес розвитку підприємства шляхом виробництва нових товарів, застосування нових технологій, що дозволяє досягти вищого рівня якості та розширити споживчі властивості товарів. Цей процес відбувається під впливом зовнішніх чинників та в рамках існуючого нормативно-правового поля.

Таким чином, для цілей нашого дослідження під диверсифікацією ми розуміємо інноваційний процес розширення діяльності підприємства через випуск нових товарних груп, включення до складу компанії підприємств, що знаходяться на інших стадіях виробничого ланцюжка (виробники сировини, торгові дома тощо), а також розширення власної діяльності шляхом створення власних виробничих підприємств за межами країни з метою підвищення фінансової стійкості та зменшення ризиків діяльності.

Отже, наш аналіз підходів до визначення диверсифікації дозволяє зробити висновок, що єдиної точки зору щодо сутності поняття диверсифікації немає.

Різноманітність підходів до трактування даного економічного поняття говорить про складність, неоднорідність та багатогранність процесу диверсифікації.

Таким чином, ми можемо зробити висновок, що диверсифікація розглядається з трьох основних точок зору, а саме:

- диверсифікація, яку відносять до набору стратегій. А саме її відносять до найвищого рівня управління. Диверсифікація при цьому розуміється як входження у сфери господарювання, в яких раніше підприємство не функціонувало;
- диверсифікація як форма забезпечення конкурентоспроможності діяльності підприємства, зокрема, через розробку та випуск нової продукції та/або вихід на нові ринки;
- диверсифікація як один з методів управління ризиком, який дозволяє зменшити власний ризик діяльності компанії.

Всі зазначені аспекти тісно пов'язані між собою та знаходяться у безперервній взаємодії, що проілюстровано на схемі (рис.1.2). Схема ілюструє, що різні аспекти розуміння терміну “диверсифікація” насправді є дуже пов'язаними та знаходяться у постійній взаємодії. Так, наприклад, розширення виробництва, а отже, і збільшення масштабів діяльності підприємства призводить до зменшення операційного ризику діяльності, оскільки підприємство більш адаптоване до можливих змін у попиті на основну його продукцію.

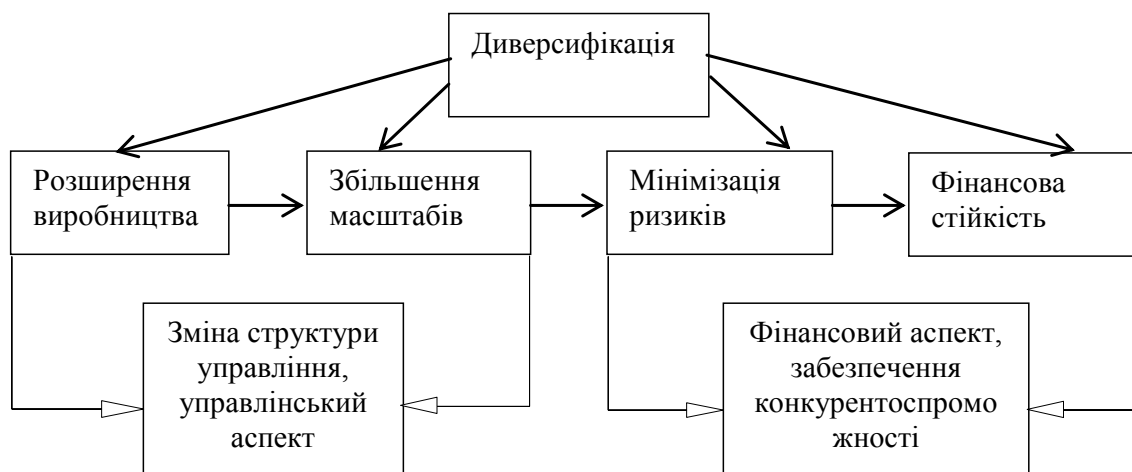


Рис.1.2. Взаємозв'язок аспектів диверсифікації.

Джерело: складено автором.

Аналіз вищенаведених визначень поняття «диверсифікація» дає нам підстави зробити висновок, що диверсифікація виступає одним із факторів формування ринкової вартості підприємства, оскільки являє собою одну із стратегій розвитку та впливає на ефективність діяльності (зокрема через зменшення операційного ризику). При цьому вплив диверсифікації на вартість підприємств є складним і не завжди лінійним. Так, з одного боку, розширення сфер діяльності підприємства веде до збільшення його абсолютної вартості (визначеної за методом чистих активів), але збільшення масштабів діяльності підприємства в решті решт призведе до зниження відносних показників ефективності діяльності через зростання загально-операційних та організаційно-управлінських витрат, що може негативно вплинути на його вартість. Крім того, якщо диверсифікація носить інноваційний характер, то навіть незначна за масштабами диверсифікація може відчутно вплинути на зростання вартості підприємства (визначеної за методом ринку капіталів), оскільки підприємство зможе забезпечити високі показники прибутковості у майбутньому.

Суттєво доповнює теоретичну сутність диверсифікації як передумови формування вартості підприємств розгляд природи диверсифікації як економічного процесу. Сутність процесу диверсифікації як економічного процесу має велике значення для підтримання можливості подальшого ведення господарської діяльності. Питання, присвячені визначенню сутності процесу диверсифікації виробничо-господарської діяльності, потребують подальшого теоретичного опрацювання і методичного забезпечення. Зазначимо, що диверсифікація – це один із видів економічного процесу, який проводиться підприємствами (рис. 1.3.).

Для характеристики диверсифікації як специфічного процесу пропонується застосовувати чотири підходи. Перший з них передбачає виділення специфічних видів диверсифікаційних процесів за ознакою характеру зв'язку із зовнішнім середовищем. Як відомо, всі типи зв'язків будь-якого процесу, в тому числі й процесу диверсифікації, можна поділити на входи та виходи. Диверсифікацію входів можна інтерпретувати як процес урізноманітнення джерел постачання ресурсів. В подальшому цей напрямок можна деталізувати в залежності від типів ресурсів, що підлягають диверсифікації. На рис. 1.3 виділено усього два типи ресурсів –

матеріальні та інформаційні. Замість групи «інформаційні ресурси» можна виділити більш широку групу «нематеріальні ресурси». Нами обрано дещо вужчий варіант з огляду на критично важливу роль інформації на сучасному етапі розвитку економічних систем.



Р

ис. 1.3. Характеристика поняття «диверсифікація» як процесу.

Джерело: складено автором.

Другий підхід ґрунтується на виділенні типів процесів, що підлягають диверсифікації. За цим підходом можна виділити диверсифікацію основних та допоміжних процесів. Диверсифікація основних процесів стосується тих з них, що пов'язані з виробництвом профільної продукції підприємства. Диверсифікація обслуговуючих процесів означає урізноманітнення інфраструктурних процесів, пов'язаних з ремонтним, енергетичним, транспортним обслуговуванням основного виробництва.

Третій підхід за ознакою характеру перебігу процесу в часі дозволяє виділити разові та періодичні процеси диверсифікації. До разових процесів диверсифікації можна віднести такі, що спричиняють масштабні зміни в діяльності підприємства і

які за визначенням не характеризуються повторюваністю або періодичністю. Наприклад, це проекти вертикальної диверсифікації, що спричиняють появу нових підрозділів і призводять до істотної зміни усіх бізнес-процесів на підприємстві.

До періодичних процесів можна віднести ті, що характеризуються періодичною повторюваністю (щоправда, не обов'язково це означає наявність стабільного періоду в такій повторюваності). Прикладом такого роду процесів диверсифікації може слугувати товарно-асортиментна диверсифікація, яка означає періодичне розширення номенклатури продукції підприємства.

Четвертий підхід до характеристики процесів диверсифікації передбачає їх поділ за ознакою типу основної задіяної підсистеми підприємства. При цьому зроблено акцент на двох типах підсистем – виробничій та фінансовій. Приклади диверсифікації процесів виробничої підсистеми вже наводилися, а прикладом диверсифікації фінансової підсистеми може бути урізноманітнення джерел фінансування підприємства.

Для процесу диверсифікації, як і для інших процесів, є характерною наявність кінцевої мети їх впровадження. До варіантів цільової спрямованості можна віднести підвищення ефективності від результатів господарсько-фінансової діяльності, отримання економічної вигоди.

Як ми вже зазначали, диверсифікація є складною та багатогранною економічною категорією, відповідно і диверсифікаційні процеси мають різноманітні напрями свого розвитку. Розглянемо напрями процесу диверсифікації, що найбільш часто зустрічаються в літературних джерелах.

Диверсифікація продукції – це збільшення видів та типів продукції, що виробляє підприємство. За рахунок розширення продуктового ряду підприємство здатне конкурувати на ринку. Диверсифікація продукції поділяється на реальну – задовольняє запити споживачів, і уявну – коли характеристики залишаються незмінними, змінюється тільки дизайн і пакування, але на ринку товар пропонується як новий за більш високу ціну [58, с.161];

Диверсифікація виробництва – одночасний розвиток багатьох, не пов'язаних один з одним видів виробництв, розширення асортиментів виготовлених виробів у рамках одного підприємства.

Крім двох основних напрямів диверсифікації також виділяють:

- диверсифікацію валютних резервів;
- диверсифікацію інвестицій;
- диверсифікацію портфелю цінних паперів;
- диверсифікацію ризиків;
- диверсифікацію експорту – збільшення кількості видів і найменувань продукції та послуг, призначених для експорту та інше.

В нашому дослідженні, доповнюючи наведене вище визначення диверсифікації, ми розглядаємо диверсифікацію з наступних аспектів:

- диверсифікація – як процес збільшення товарних груп, що виробляє підприємство. Тобто, у цьому випадку, диверсифікація розглядається у продуктово-товарному аспекті;

- диверсифікація – як географічна експансія вітчизняних виробників кондитерської продукції на основні закордонні ринки шляхом створення власних виробничих потужностей. Необхідність виділення цього напрямку диверсифікації зумовлена саме специфікою досліджуваної галузі. Ця специфіка полягає в тому, що кондитерська галузь є досить експортно орієнтованою (докладніше розвиток кондитерської галузі розглянуто в підпункті 2.1.) і залежить від зовнішньоторгової політики основних країн-імпортерів вітчизняної кондитерської продукції, в першу чергу Російської Федерації. Результатом такої політики є встановлення експортних мит на імпорт української продукції, що робить її неконкурентоспроможною на ринку. І саме наявність власних виробничих потужностей на інших ринках дозволяє мінімізувати негативний вплив таких імпортних мит;

- диверсифікація – як процес розвитку споріднених галузей, що перебувають в одному виробничому ланцюжку: виробництво цукру або будівництво власного заводу з виробництва олії тощо;

- диверсифікація – як процес наближення виробників кондитерської продукції до кінцевих її споживачів, тобто розвиток власних збутових мереж та торгових домів.

Враховуючи наведені вище підходи до розуміння та визначення диверсифікації як процесу, представимо загальну схему організаційно-економічної моделі процесу диверсифікації.

Організаційно-економічна модель дозволяє врахувати систему зв'язків організаційного характеру, які виникають у динаміці диверсифікації підприємства (їх можна розділити на лінійні зв'язки впливу на виконавців, функціональні зв'язки з виконання робіт підрозділами підприємства, міжфункціональні зв'язки інтеграції підприємства в систему); дозволяє провести диверсифікацію підприємства та забезпечити взаємодію та координацію підсистем підприємства, її економічність та оперативність організує ефективну діяльність підприємства в умовах змінних потреб суспільства і нестабільності навколишнього середовища.

Критеріями ефективності організаційно-економічної моделі є показники, які характеризують її щодо:

- економічності процесу взаємодії елементів системи управління;
- повноти інформації, що використовується в процесі диверсифікації;
- збереження та раціональної адресності інформації, яка передається;
- оперативності прийняття рішень згідно необхідної корекції процесу диверсифікації.

Чинники, які визначають ефективність організаційно-економічної моделі це, з одного боку, витрати часу та ресурсів на підтримання зв'язків, з іншого - втрати та викривлення інформації щодо доцільності диверсифікаційних кроків.

Загальні принципи побудови організаційно-економічної моделі полягають в мінімізації таких характеристик: загальна кількість зв'язків (принцип компактності); кількість зв'язків, які припадають на один елемент (принцип децентралізації); кількість входів і виходів на один зв'язок (скорочення проміжних ланок); обсяг інформації за кожним зв'язком (зниження інтенсивності інформаційного навантаження) тощо.

Таким чином, у визначеннях організаційно-економічної моделі завжди є наявні економічні елементи. Функціонування її можливе за умови наявності на підприємстві ефективного управління його діяльністю. Функціонування організаційно-економічної моделі диверсифікації підприємства потребує оптимального поєднання організаційної та економічної підсистем.

Організаційно-економічна модель дозволяє забезпечувати досягнення мети, яка визначена проектом диверсифікації підприємства. Вона також є засобом реалізації стратегії підприємства найбільш ефективним методом.

Структуризацію послідовності здійснення процесу диверсифікації доцільно провести за такими основними етапами:

1. Визначення системи економічних інтересів підприємства, які пов'язані з диверсифікацією.

2. Визначення особливостей товару (робіт, послуг), що буде отримано у результаті проведення диверсифікації.

3. Визначення ринкових чинників, які впливають на ефективність процесу диверсифікації.

4. Визначення вартості диверсифікації. Здійснення процесу диверсифікації передбачає витрачання певної кількості фінансових та матеріальних ресурсів. Ця кількість залежить від багатьох факторів, основними з яких є спосіб диверсифікації, тип диверсифікації, масштаби тощо. Тому на етапі попереднього аналізу доцільності процесу диверсифікації потрібно визначити величину ресурсів, необхідну на його реалізацію, і співставити її з величиною майбутньої потенційної вигоди від здійснення диверсифікації.

5. Визначення економічної ефективності та соціального ефекту від проведення диверсифікації. Економічна ефективність може бути визначена, зокрема, через порівняння понесених витрат на процес диверсифікації та отримання потенційно можливих вигод, збільшення вартості самого підприємства, через зростання ринкових котирувань його акцій тощо. Соціальний ефект полягає, в першу чергу, в створенні нових робочих місць та покращенню умов праці.

В останні роки стратегію диверсифікації почали активно використовувати великі українські виробники кондитерської продукції. Наприклад, лідер

вітчизняного ринку кондитерська корпорація «Рошен» є власником цукрових заводів та нещодавно придбала завод по виробництву харчової олії. Виробниче об'єднання «Конті» має власну виробничу фабрику на території Російської Федерації, тобто здійснює диверсифікацію своєї діяльності за географічною ознакою.

Отже, як засвідчив наш аналіз, диверсифікація являє собою складний багатогранний процес, який супроводжується організаційними, економічними та фінансовими змінами на підприємстві. Метою здійснення диверсифікації, в першу чергу, є підвищення ефективності діяльності підприємства, уникнення чи попередження можливого банкрутства, зменшення операційних ризиків діяльності та підвищення конкурентоспроможності. Диверсифікація відбувається під впливом ринкових факторів, що дозволяє більш ефективно використовувати наявні ресурси, підвищує норму прибутковості на вкладений капітал, виступає способом зменшення підприємницького ризику.

## **1.2. Диверсифіковане підприємство – модель розвитку бізнесу в ринковій економіці**

Управління діяльністю диверсифікованого підприємства передбачає розгляд низки стратегій диверсифікації. Як вже зазначалося, диверсифікація є складним і багатогранним поняттям. Не існує єдиного підходу до її визначення. Так само немає єдиної точки зору щодо класифікації видів стратегій диверсифікації. За результатами опрацювання та аналізу підходів різних дослідників [23, 76, 84, 154] до визначення основних напрямів (різновидів) стратегій диверсифікації можна виділити наступні:

- диверсифікація шляхом входження в нову сферу бізнесу;
- диверсифікація в споріднені сфери бізнесу;
- диверсифікація в неспоріднені сфери бізнесу;
- продаж та/або ліквідація бізнесу;
- відновлення та/або реструктуризація існуючого бізнес-портфеля.

Перші три включають способи диверсифікації, останні дві – стратегії для посилення позицій уже диверсифікованої фірми.

Вибір диверсифікаційної стратегії залежить, головним чином, від фінансового стану підприємства. Це пояснюється тим, що саме наявність вільних фінансових ресурсів є необхідною передумовою для реалізації стратегії диверсифікації, оскільки здійснення такої стратегії потребує значних капіталовкладень. Саме обсяги наявних ресурсів визначають напрями диверсифікації. Якщо підприємство має незначні фінансові ресурси, то воно може обрати шлях продуктово-товарної диверсифікації, та розширити асортимент своєї продукції. Зовсім інші напрями диверсифікації будуть пріоритетними для підприємств, які володіють значними вільними ресурсами. Такі підприємства можуть обрати між здійсненням диверсифікації за географічною ознакою, виходом на нові ринки, або входженням у нові для себе сфери господарювання шляхом придбання існуючого підприємства чи створення свого власного. Таким чином, багато в чому саме наявність доступних фінансових ресурсів визначає способи та напрями диверсифікації.

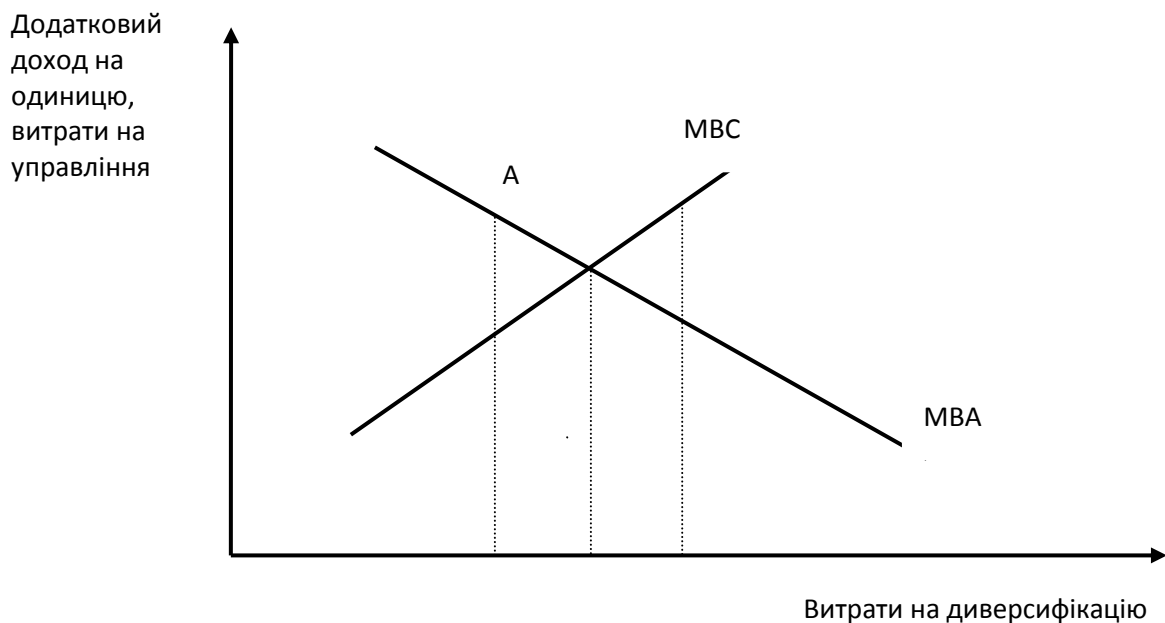


Рис.1.4. Залежність величини додаткового доходу на одиницю вкладеного капіталу від витрат на диверсифікацію

Проте підприємство не може проводити стратегію диверсифікації безперервно, оскільки воно має економічно обґрунтовані межі свого зростання. Тут проявляє свою дію фундаментальний закон падіння норми доходності, який проявляється у зростанні витрат, пов'язаних з проведенням диверсифікації та функціонуванням диверсифікованого об'єднання, що призводить до зниження показників ефективності його діяльності. Це ілюструє рис.1.4.

На цьому рисунку лінія MBA (віддача вкладеного капіталу) має спадаючий характер. Ця тенденція посилюється додатковими витратами на управління великою диверсифікованою компанією (крива MBC). Все це створює межу зростанню ступеня диверсифікації (точка перетину ліній MBC і MBA). Якщо витрати на управління перевищують отриманий дохід, то така диверсифікація не має економічного сенсу. Якщо ж навпаки, додатковий дохід перевищує витрати на управління диверсифікованим підприємством, що ілюструє точка А на рисунку, то це означає, з одного боку, що диверсифікація здійснена ефективно, з іншого боку, те, що компанія має потенційні можливості для здійснення додаткової диверсифікації.

Як ми вже зазначали у попередньому параграфі, свій розвиток стратегія диверсифікації розпочала набувати з середини минулого століття. Стратегія диверсифікації розвивалась як альтернативний напрям розвитку до вузько спеціалізованих підприємств і поступово почала набувати все більшого і більшого розповсюдження. Так за двадцятирічний період (з 1949 року по 1969 рік) частка спеціалізованих підприємств серед 240 найкрупніших міжнародних компаній зменшилась на 28%, і скала лише 6,2% [117, с.58]. При цьому більше половини компаній зазначили як основну причину впровадження стратегії диверсифікації бажання розподілити та зменшити ризики операційної діяльності, що практично підтверджує теоретичний тезис про наявність тісного взаємозв'язку між диверсифікацією та ризиком [117, с.58].

Про посилення тенденцій у світовій економіці до створення великих міжнародних корпорацій, які представлені в різних сферах діяльності, говорять наступні статистичні дані – в 2000 році 86% загального обсягу виробництва в США

припадало на 200 найбільших компаній [74, с.13], а за даними американського ділового журналу Fortune в 2009 році 500 найбільших корпорацій США збільшили свої доходи на 335%.

Свій авторський підхід до дослідження та аналізу процесів диверсифікації пропонує вчений Р.Румельт. Цей підхід дозволяє комплексно та ґрунтовно проаналізувати розвиток диверсифікаційних процесів на підприємствах. Для проведення свого аналізу Р.Румельт запропонував виділити на кожному із досліджуваних підприємств центри ділової активності. Кожен із цих центрів представляє собою один напрям діяльності (виробництво одного або кількох пов'язаних між собою видів продукції). За даними дослідження 500 найбільших компаній США, проведеного у 1969 році Р.Румельтом, 45,2% склали підприємства, які були диверсифіковані у споріднені галузі і 16,2% - підприємства, які займалися неспорідненими видами бізнесу [74, с.12].

Для цілей свого дослідження Р.Румельт розраховує наступні показники:

— показник спеціалізації (Пс), який визначається як відношення обсягу реалізації найбільшого центру ділової активності до загального обсягу реалізації підприємства;

— показник рівня централізації бізнес-успіху (Пц), який розраховується як відношення доходу групи основних центрів ділової активності до загального доходу підприємства, при цьому під основними центрами Р.Румельт розуміє ті центри, які мають однакові фактори успіху;

— показник рівня взаємозв'язків (Пз), яким вимірюється частка обсягу продаж групи напрямів діяльності, найтісніше зв'язаних один з одним;

— показник рівня вертикальної інтеграції (Пі), який розраховується як відношення величин сировини та напівфабрикатів до обсягу готової продукції, яку виробляє підприємство [117, с.59-60]. Цей показник дає змогу визначити рівень вертикальної диверсифікації.

В результаті проведеного аналізу відповідної інформації Р.Румельт визначив граничні кількісні значення вищезазначених показників, які можуть використовуватися для класифікації підприємств (табл. 1.2).

В якості інформативної бази для своїх досліджень вчений обрав 500 найбільших підприємств Сполучених Штатів Америки. Для того, щоб проаналізувати такий значний масив даних, Р.Румельт використав математичну регресійну модель. Результати дослідження виявились досить цікавими. Найвищі показники рентабельності виявились у підприємств, у яких відсутній яскраво виражений домінуючий напрям діяльності ( $P_c < 0,7$ ) та наявна група пов'язаних між собою напрямів діяльності ( $P_z > 0,7$ ). Найменші показники рентабельності виявились у підприємств, у яких відсутня група основних напрямів діяльності, тобто підприємство, яке здійснює свою диверсифікацію у багато не пов'язаних між собою сфер господарювання.

Таблиця 1.2

## Класифікація підприємств за Р. Румельтом

№ п/п	Категорія підприємства	Значення показників
1	Підприємство з єдиним напрямом діяльності	$P_c > 0,95$
2	Підприємство вертикально інтегроване	$P_i > 0,70$
3	Підприємство з домінуючим напрямом діяльності та із об'єднаними побічними напрямками діяльності	$0,70 < P_c < 0,95$ $P_z > \frac{P_z + P_c}{2}$
4	Підприємство з домінуючим напрямом діяльності та із необ'єднаними побічними напрямками діяльності	$0,70 < P_c < 0,95$ $P_z \leq \frac{P_z + P_c}{2}$
5	Підприємство з об'єднаними побічними напрямками діяльності	$P_c < 0,70$ $P_z > 0,70$ $P_z \geq \frac{P_z + P_c}{2}$
6	Підприємство з об'єднаними послідовними напрямками діяльності	$P_c < 0,70$ $P_z > 0,70$ $P_z \leq \frac{P_z + P_c}{2}$
7	Підприємство з необ'єднаними напрямками діяльності	$P_z < 0,70$

Джерело: Наливайко А. П. Теорія стратегії підприємства. Сучасний стан та напрямки розвитку / Київський національний економічний ун-т. — К. : КНЕУ, 2001. — с. 60

Ще одну спробу визначити кількісні характеристики для класифікації диверсифікованих підприємств в 1980-х роках запропонували французькі дослідники Ж. Абіб та Ж.-Ф. Рансоне [194, с. 9]. Вони пропонують оцінювати рівень

диверсифікації за питомою вагою основного виду продукції. Розподіл підприємств за зазначеною ознакою наведений нижче:

- більше 95% - одинична діяльність або повна спеціалізація;
- від 70% до 95% - наявна домінантна діяльність;
- менше 70% - пов'язана (непов'язана) діяльність, залежно від того, чи призначений товар для спорідненої (неспорідненої) галузі.

Основним недоліком даної класифікації є монофакторний підхід до класифікації та умовність обраних граничних значень.

Вчені-економісти виділяють такі основні сценарії диверсифікованого розвитку підприємства [76, с.116-117]:

— концентрична диверсифікація. Цей вид диверсифікації передбачає створення нового виробництва на основі існуючого. При концентричній диверсифікації підприємство зберігає свій основний вид діяльності, а новий виникає як допоміжний. Часто при концентричній диверсифікації новий вид виробництва використовує існуючі технології та відходить від основного;

— горизонтальна диверсифікація. Передбачає розширення асортименту продукції, що випускається підприємством, за рахунок випуску продукції, яка доповнює існуючий товарний набір, що дозволяє більш повно задовольнити потреби споживачів;

— конгломератна диверсифікація. На відміну від концентричної диверсифікації конгломератна передбачає випуск продукції відмінної від основної. Для організації такого нового виробництва підприємству необхідне нове обладнання. Ринок збуту нової продукції є відмінним від ринку основної продукції;

— вертикальна диверсифікація. Цей вид диверсифікації передбачає розширення діяльності підприємства на інші стадії операційного циклу. Це проявляється у включенні до свого складу переробних та/або сировинних підприємств - вертикальна диверсифікація назад; у створенні власних торгових представництв, домів, логістичних центрів, точок продажу кінцевої продукції - вертикальна диверсифікація вперед.

Таблиця 1.3

Типові стратегії диверсифікації, їх цільове призначення і типові ситуації застосування

№	Стратегії	Цільове призначення	Типові ситуації
1	Концентрична диверсифікація	Створення нових виробництв, які співпадають з профілем підприємства	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Коли нові профільні продукти можуть пропонуватися на ринку за досить високими конкурентними цінами.</li> <li>2. Коли традиційні продукти знаходяться на стадії завершення їх життєвого циклу.</li> <li>3. Коли підприємство володіє сильною управлінською командою.</li> </ol>
2	Конгломератна диверсифікація	Освоєння випуску нових продуктів, які не співпадають з традиційним профілем підприємства	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Коли в базовій галузі відбувається зниження обсягів реалізації і прибутку.</li> <li>2. Коли існуючі ринки для підприємства є дуже насиченими.</li> </ol>
3	Горизонтальна диверсифікація	Освоєння випуску нових продуктів, але для традиційних споживачів	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Коли доповнення новими, але водночас непрофільними продуктами могло б істотно покращити реалізацію традиційних.</li> <li>2. Коли підприємство конкурує у висококонкурентному і/або нерозвинутому бізнесі.</li> <li>3. Коли традиційні канали збуту можуть бути використані для просування на ринок нових продуктів</li> </ol>
4	Вертикальна диверсифікація	Освоєння нових непрофільних видів діяльності, пов'язаних із забезпеченням (попереднім чи наступним) основного бізнесу підприємства.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Коли підприємство має намір звернутися до більш ранніх стадій діяльності (наприклад, до виготовлення комплектуючих або упаковки).</li> <li>2. Коли підприємство конкурує в галузі, яка швидко зростає, й очікується продовження розширення ринків збуту.</li> <li>3. Коли підприємство має намір звернутися до наступних стадій діяльності (наприклад, до гуртової або роздрібної торгівлі).</li> </ol>

Джерело: Ковтун О. І. Стратегія підприємства: Навч. посіб. – Львів: «Новий Світ-2000», 2005. – с. 118.

Вибір та обґрунтування можливості та доцільності застосування компанією стратегії диверсифікації відбувається, виходячи з конкретних умов, в яких знаходиться компанія.

Розглянувши суть основних видів стратегії диверсифікації, їх ключові характеристики можна говорити про типові ситуації застосування кожного із видів. Такі типові ситуації вітчизняний дослідник О.Ковтун пропонує згрупувати наступним чином (табл. 1.3) [76, с.118].

Зазначені вище види диверсифікації можна згрупувати у два основних напрями – споріднена (горизонтальна, концентрична, вертикальна) та неспоріднена (конгломеративна). В основі поділу диверсифікації на види лежить відмінність у номенклатурі продукції, технології виробництва, каналах розподілу, методу проведення тощо.

Ухваливши рішення про диверсифікацію, компанія обирає напрямок розширення – в споріднені або неспоріднені галузі. Спорідненими вважаються компанії, у яких існують конкурентно значущі збіги видів діяльності та співпадіння в їх ланцюжках цінностей. Мета диверсифікації — використовувати збіг ланцюжків цінностей або їх ланок для досягнення синергетичного ефекту в продуктивності діяльності компанії та зростанні вартості акцій. У неспоріднених компаній ланки ланцюжків цінностей настільки різноманітні, що не дозволяють обмінюватися досвідом або технологіями, об'єднувати види діяльності, знижувати витрати і створювати інші конкурентно значущі переваги при функціонуванні під корпоративною парасолькою.

Більшість компаній віддає перевагу розширенню в споріднені галузі, оскільки воно забезпечує підвищення продуктивності за рахунок синергетичного ефекту. Проте деякі компанії із тих або інших причин обирають шлях неспорідненої диверсифікації.

Споріднена диверсифікація вигідна в тому випадку, якщо між ланцюжками цінностей компаній існує стратегічна відповідність. Стратегічною відповідністю називається збіг ланок ланцюжка цінностей компаній, що дозволяє [154, с.293-294]:

- обмінюватися конкурентно цінним досвідом, технологічними ноу-хау та можливостями;
- об'єднувати споріднені види діяльності компаній для зниження витрат виробництва;
- спільно використовувати бренди на взаємовигідній основі;
- налагоджувати співпрацю між компаніями для створення конкурентно цінних можливостей і ресурсів.

Популярність спорідненої диверсифікації не випадкова. Вона дозволяє розподілити інвестиційні ризики по різних напрямках діяльності. Надалі споріднені зв'язки компаній в різних галузях підвищують ефективність управління і дозволяють об'єднати деякі процеси різних напрямів діяльності компанії.

Стратегічна відповідність між спорідненими компаніями створює конкурентну перевагу за рахунок обміну ключовими навичками, технологіями, досвідом і управлінськими рішеннями щодо зниження витрат; спільного використання брендів; створення нових конкурентно значущих переваг.

Ланцюжок цінностей – це послідовно поєднані ланки, кожна з яких створює певну частину цінності (вартості) майбутнього продукту [134, с.87]. Ланцюжок цінностей включає такі ланки: НДДКР, технології, виробничий процес, маркетинг, дистрибуція, гарантійне обслуговування тощо. Споріднена диверсифікація передбачає наявність стратегічних відповідностей в ланцюжках цінностей, що дозволяє досягти додаткових конкурентних переваг.

Для підприємств кондитерської галузі характерна саме споріднена диверсифікація. Це пояснюється, в першу чергу, відсутністю вільних фінансових ресурсів для здійснення неспорідненої диверсифікації. Вітчизняні кондитерські підприємства змушені більше концентруватися на основному ринку через високу конкуренцію та велику залежність ринку від загальної економічної ситуації. Хоча, наприклад, технологія виробництва (необхідні виробничі потужності) для виробництва різних товарних груп відрізняються, але наявність багатьох стратегічних відповідностей в інших складових ланцюжків цінностей кондитерських підприємств свідчить саме про споріднений характер диверсифікації.

Не дивлячись на переваги спорідненої диверсифікації, багато компаній обирають шлях неспорідненої диверсифікації, вкладаючи капітал в будь-яку галузь, яка виявляється прибутковою. В цьому випадку не вимагається підбирати підприємства із стратегічними відповідностями. Достатньо, щоб обрана галузь відповідала критеріям привабливості і витрат на входження, а критерій взаємної вигоди грає в даному випадку другорядну роль. Нерідко можливість придбати успішну компанію служить достатньою підставою для прийняття рішення про диверсифікацію у відповідну галузь. Іншими словами, будь-яка компанія з добрими перспективами прибутковості, яку можна вигідно придбати, є новим напрямом розширення. При цьому багато сил і часу йде на пошук і оцінку майбутніх придбань, які повинні відповідати наступним вимогам: [154, с.300-301]:

- відповідність корпоративній меті прибутковості і окупності інвестицій;
- відсутність необхідності вкладення значних коштів в заміну застарілого устаткування;
- належність компанії до галузі із значним потенціалом зростання;
- широкий масштаб діяльності компанії і, як наслідок, можливість істотно збільшити загальну продуктивність компанії-покупця;
- відсутність неврегульованих суперечок з профспілками;
- відсутність претензій до безпеки продукції і екологічної безпеки виробництва;
- стійкість галузі до економічних спадів.

Часто при диверсифікації в неспоріднені галузі (зовнішнього зростання) компанія зупиняє вибір на тих підприємствах, які гарантують швидке фінансове зростання. З цієї точки зору інтерес представляють два типи компаній.

Перший тип – це підприємства із заниженою оціночною вартістю. Їх можна дешево купити, а потім продати за вищою ціною.

Другий тип – підприємства, які переживають фінансові труднощі. Їх теж можна дешево купити, за допомогою капіталу материнської компанії вивести з кризового стану, а потім або включити в бізнес-портфель компанії (якщо вони обіцяють довгострокову прибутковість), або вигідно продати.

Компанії, що обрали стратегію неспорідненої диверсифікації, частіше за все вибирають придбання підприємств, а не створення підприємства з нуля, тому що розширення за рахунок поглинання забезпечує зростання вартості акцій материнської компанії.

Як приклад неспорідненої диверсифікації можна назвати групу компаній “Укрпромінвест”. До цієї групи, окрім кондитерської корпорації “КК”ROSHEN”, також входять: корпорація “Богдан”, яка випускає автотранспорт різних видів; компанія “Іста”, яка є одним із лідерів вітчизняного ринку акумуляторів; компанія “Укравтозапчастини” представлена на ринку запчастин для тракторів та іншої спеціалізованої та сільськогосподарської техніки; завод “Ленінська кузня” - суднобудівне підприємство; спортивний клуб “5 елемент”. [157].

Диверсифікація в неспоріднені галузі має ряд переваг [154, с.304].

1. Підприємницький ризик розподіляється по різних галузях, тобто компанія інвестує ресурси в незв'язані між собою галузі з різними технологіями, умовами конкуренції, особливостями ринків, клієнтською базою. Це набагато безпечніше, ніж консолідація активів в одній галузі при спорідненій диверсифікації.

2. Максимально ефективно використання фінансових ресурсів компанії забезпечується їх розподілом по будь-яких галузях, перспективних з погляду отримання прибутку (в порівнянні з обмеженим числом галузей при спорідненій диверсифікації). На практиці це означає, що ресурси, вилучені з підприємств в галузях з низькими темпами зростання і сумнівними перспективами прибутку, прямують на придбання і зміцнення компаній в більш успішних галузях.

3. Прибутковість компанії стабільніша, оскільки спад в одній галузі в якійсь мірі компенсується піднесенням в інших – в ідеалі цикли розвитку галузей, в яких працює компанія, знаходяться в протифазі.

Якщо за критерій визначення видів диверсифікації використати критерій одержання синергетичного ефекту, то можна виділити два типи диверсифікації - синергетичну й конгломератну.

Синергетична диверсифікація ґрунтується на дії синергетичного ефекту. Суть цього ефекту полягає в тому, що два підприємства функціонуючи окремо, є менш

ефективними, ніж у випадку, коли б вони функціонували разом. Такий ефект досягається, як правило, при об'єднанні підприємств, які мають взаємодоповнюючі технології та ресурси.

Синергетична диверсифікація включає в себе концентричну, географічну та вертикальну диверсифікацію.

Протилежним до синергетичної диверсифікації є конгломератна. Цей вид диверсифікації передбачає входження в абсолютно новий для компанії вид бізнесу, який ні технологічно, ні технічно не пов'язаний з існуючим видом. Такий вид диверсифікації також може передбачати вихід на нові ринки та апелювання до нової групи споживачів. Мотивами для здійснення такого виду диверсифікації є, по-перше, прагнення максимально розподілити операційні ризики та, по-друге, знайти вигідні напрями інвестування вільних фінансових ресурсів. Оскільки різні види виробництва можуть мати абсолютно різні життєві цикли, зменшення надходжень від одного із напрямів діяльності може бути компенсовано за рахунок збільшення надходжень від інших.

Таблиця. 1.4

#### Основні групи мотивів здійснення диверсифікації

Техніко-технологічні	Економічні	Фінансові	Соціальні	Стратегічні
-розвиток науково-технічного прогресу; - поява нових технологій; - дозавантаження виробничих потужностей.	- різний рівень прибутковості галузей; - збільшення частки ринку; - підвищення конкурентоспроможності	- забезпечення фінансової стійкості; - покращення фінансових показників діяльності	- створення нових робочих місць; - збільшення рівня оплати праці	- забезпечення довгострокового розвитку; - адаптація до умов зовнішнього середовища.

Джерело: узагальнено автором.

Незалежно від того, який вид диверсифікації компанія обере та який практичний спосіб здійснення вибраної стратегії застосує, можна виділити основні, ключові передумови застосування стратегії диверсифікації – нерівномірний

розвиток галузей економіки, різна норма прибутку та нерівномірність розвитку науково-технічного прогресу.

За результатами аналізу та узагальнення наукової літератури можна виділити наступні мотиви диверсифікації (див. табл. 1.4).

Р. Кунц виділяє такі три групи мотивів, які спонукають підприємства до диверсифікації: [91, с.96-100]

- перша група мотивів пов'язана безпосередньо з намаганням менеджерів підприємства здійснити диверсифікацію у власних інтересах. До таких мотивів можна віднести розширення повноважень керівництва в результаті збільшення масштабів діяльності, отримання додаткової матеріальної винагороди за зростання показників діяльності підприємства, підвищення їх соціального статусу як менеджерів транснаціональної корпорації тощо [91, с. 96];

- друга група мотивів пов'язана із середовищем функціонування підприємства. Так розвиток нових високотехнологічних виробництв спонукав багато компаній розширювати свою діяльність у цю сферу. Розвиток бізнесу, який пов'язаний з розповсюдженням всесвітньої мережі Інтернет, також значно впливає на стратегію діяльності багатьох підприємств [91, с.98];

- третя група мотивів пов'язана зі зростанням прибутковості та зниженням рівня ризику діяльності підприємств в результаті диверсифікації їх діяльності. При диверсифікації діяльності, особливо шляхом придбання нових підприємств, відбувається зростання загальної величини прибутку та, як наслідок, вартості підприємства. Підприємства з більшою величиною фінансових ресурсів є більш стійкими за умов мінливого зовнішнього середовища. Крім того диверсифікація дозволяє розподілити ризики між різними напрямками діяльності.

Розглядаючи диверсифікацію в рамках стратегічного менеджменту, в першу чергу йдеться про її важливість у адаптуванні підприємства до динамічних змін ринкового середовища. В стратегічній перспективі диверсифікація також дозволяє розподілити ризики діяльності підприємства та витримати вимоги антимонопольного законодавства щодо недопущення надмірної концентрації в межах однієї галузі.

Існує два способи впровадження стратегії диверсифікації на практиці – шлях внутрішнього росту, тобто, розширення на базі існуючих технологій та виробничих потужностей, проте такий ріст є обмеженим, та зовнішнього - шляхом придбання діючого або нового підприємства, створенням спільних підприємств чи стратегічних альянсів [85].

Відповідно до обраного методу практичного застосування стратегії диверсифікації підприємства можна поділити на окремі підприємства, які впроваджують стратегію диверсифікації в межах існуючої організаційно-правової форми, та на концерни, холдинги та інші об'єднання, коли диверсифікація передбачає створення окремих господарюючих суб'єктів з єдиним центром стратегічного управління.

Цікавими з точки зору інформації про використання різних способів здійснення диверсифікації є результати відповідних досліджень, наведені у праці російського дослідника А.Аронова [7]. Так переважним способом (70% випадків) здійснення диверсифікації (вихід в нову сферу діяльності) є шлях купівлі іншого підприємства. Лише 20% обрали шлях створення власного підприємства та 10% вирішили створити спільні підприємства для розвитку нового напрямку діяльності [7, с. 4]. Аналогічні дані були отримані в результаті дослідження, проведеного з 1950 до 1986 року М. Портером. Він отримав такі дані: в 70% випадків нове входження починалося з придбання однієї компанії іншою, в 22% – зі створення нової компанії і в 8% полягало у створенні спільних підприємств [134, с.127-129].

Щодо кондитерських підприємств, то вони використовують різні способи диверсифікації. Так, наприклад, кондитерська корпорація «Рошен» при виході на ринок Литви використала метод придбання діючої фабрики, тоді як при розширенні своєї діяльності у Російській Федерації корпорація придбала вільну від забудови земельну ділянку з метою подальшого будівництва власної фабрики.

На вибір того чи іншого способу здійснення диверсифікації (входження на нові ринки діяльності) впливають різні чинники. Основними серед яких є наявний управлінський досвід, специфіка ринку, на який планує увійти компанія, обсяги фінансових ресурсів компанії та часові обмеження.

В науковій літературі пропонуються такі способи диверсифікації: розвиток товару, купівля ліцензій, купівля підприємства та кооперація. Порівняльна характеристика зазначених способів диверсифікації наведена у таблиці 1.5 [118, с.103].

Таблиця 1.5

## Порівняльна характеристика різних способів диверсифікації.

Фактори	Способи диверсифікації			
	Розвиток товару	Купівля ліцензії	Купівля підприємства	Кооперація
Обсяг необхідних інвестицій	високий	відсутній	високий	високий
Швидкість реалізації	мала	велика	велика	різна
Залежність від партнера	відсутня	велика	відсутня	велика
Можливість отримання прибутку	велика	незначна	велика	середня
Видатки	високі	невеликі	різні	невеликі

Джерело: Напора О. Порівняльна характеристика підходів до диверсифікації на іноземних і вітчизняних підприємствах. //Вісник Тернопільської академії народного господарства – 2002. – с.103.

Найпоширенішою формою впровадження стратегії диверсифікації є придбання компанії. Придбання не тільки прискорює проникнення в нову галузь, але і дозволяє легко подолати такі вхідні бар'єри, як наявність відповідних технологій і налагоджених відносин з постачальниками, високий рівень продуктивності і витрати на рівні лідерів галузі, значні первинні витрати на рекламу і просування для позначення своєї присутності на ринку і досягнення впізнання торгової марки, готова система розповсюдження. Перетворення новачка в ефективного гравця вимагає в більшості галузей багатьох років напруженої роботи, оскільки неможливо швидко накопичити потрібні знання і ресурси, досягти необхідного масштабу операцій і завоювати репутацію у споживачів. Придбання ж діючої компанії дозволяє новому оператору ринку відразу приступити до зміцнення позицій в новій галузі.

Розробка стратегії диверсифікованої компанії, орієнтовної на зростання її вартості, включає чотири основні елементи: [154, с.289-290]

1. Вибір нових напрямів діяльності і методу входження в нову галузь. Головне при розширенні сфери діяльності — правильно обрати нову галузь і спосіб її освоєння. Диверсифікація може бути вузькою, в рамках однієї галузі, і широкою, багатогалузевою.

2. Створення умов для підвищення продуктивності в новій галузі. Завоювавши позицію на ринку, необхідно створити довгострокові конкурентні переваги і досягти стабільної прибутковості в нових галузях. Для цього материнська компанія забезпечує свої підрозділи фінансовими ресурсами, кадрами і технологіями, надає управлінські ноу-хау і нові методи зниження витрат. Звичайно материнська компанія обирає стратегію швидкого зростання для найперспективніших філіалів, стратегію оздоровлення для збиткових, але перспективних підрозділів, і закриття компаній, що втратили привабливість або не відповідають довгостроковим планам менеджменту.

3. Перетворення стратегічної відповідності і інших плюсів диверсифікації в конкурентну перевагу. Компанія, яка диверсифікувала свою діяльність в споріднені галузі (схожі за технологіями, системою поставок, виробництвом, каналами розповсюдження, клієнтурою), одержує конкурентну перевагу, недоступну компанії, що вибрала стратегію неспорідненої диверсифікації — в галузі, не зв'язані між собою. Диверсифікація в споріднені галузі дозволяє обмінюватися досвідом і навичками і спільно використовувати виробничі потужності, що веде до зниження загальних витрат, зміцнення конкурентних позицій товарів компанії, розширенню можливостей підрозділів.

4. Визначення інвестиційних пріоритетів і спрямування фінансових ресурсів в найперспективніші підрозділи. Різні підрозділи диверсифікованої компанії вимагають різного фінансування. Корпоративний менеджмент повинен визначити пріоритетні напрями інвестування, переорієнтувати фінансові ресурси з неприбуткових галузей в привабливіші; закрити компанії з хронічно низькою продуктивністю або які працюють в галузях, що втратили привабливість. Закриття

збиткових і працюючих в непривабливих галузях компаній вивільняє засоби для реінвестування в більш перспективні компанії або придбання привабливих підприємств.

За результатами дослідження теоретичних аспектів стратегії диверсифікації сформовано висновок, що єдиної точки зору щодо ефективності стратегії диверсифікації немає, існують як переваги стратегії диверсифікації, так і недоліки. Серед переваг можна виділити:

- підвищення адаптивності бізнесу до мінливих умов зовнішнього середовища;
- досягнення синергетичного ефекту за рахунок нового використання існуючих технологій та збільшення обсягів виробництва порівняно з витратами, пов'язаними із запровадженням даної стратегії розвитку бізнесу;
- розширення сфери діяльності підприємства;
- позитивний вплив на фінансове становище підприємства, забезпечення фінансової стійкості;
- зниження операційних ризиків діяльності;
- створення можливостей отримати та впровадити нові сучасні технології;
- створення умов, які гарантують більш рівномірну та стабільну діяльність підприємства за рахунок розширення діяльності у сферу збуту власної продукції та поставок сировини для власного виробництва;
- підвищення конкурентоспроможності продукції підприємства як на внутрішньому, так і на зовнішніх ринках, посилення експортного потенціалу;
- створення нових робочих місць, можливість виступати передумовою для підвищення рівня оплати праці, збільшення можливості підприємства щодо фінансування в об'єкти соціальної інфраструктури;
- раціоналізація використання існуючих ресурсів;

Проте, слід зазначити, що існують і досить суттєві недоліки запровадження стратегії диверсифікації, які проявляється в тому, що вона:

- ускладнює структуру управління, що зменшує контрольованість та вимагає додаткових управлінських (часових та фінансових) витрат;

- несе ризик фінансових втрат, якщо започатковується бізнес у новій для себе сфері, у разі невірному виборі способу чи часу диверсифікації або при недооцінці всіх факторів, які впливають на прибутковість діяльності у новій сфері бізнесу;

- впровадження стратегії диверсифікації потребує значних фінансових витрат, особливо при купівлі нового підприємства.

При дослідженні диверсифікованих підприємств важливим є питання визначення рівня диверсифікації та кількісної його оцінки. В нашому дослідженні для оцінки рівня диверсифікації ми скористаємося інструментарієм, розробленим в рамках розрахунку показників концентрації для товарних ринків. Враховуючи той факт, що диверсифікація представляє собою процес протилежний до концентрації, то основна відмінність у застосуванні підходів до визначення рівня концентрації фірм на ринку [14, 160] та до оцінки рівня диверсифікації полягає у інтерпретації отриманих результатів розрахунку. В нашому дослідженні ми будемо розглядати наступні показники концентрації (оцінки рівня диверсифікації):

1. Кількість галузей, в яких представлена компанія, або кількість товарних груп, які виробляє компанія. В загальному випадку, чим більша кількість галузей (товарних груп) тим вищий рівень диверсифікації. Проте це не завжди так. Наприклад, рівень диверсифікації компанії, яка виробляє 3 різні товарні групи і частка кожної складає 33,3% у загальному обсязі виробництва, буде вищий, ніж у компанії яка виробляє 4 товарних групи, проте на одну товарну групу припадає 90% загального обсягу виробництва.

Враховуючи такий методологічний недолік у розрахунку даного показника, ми його не будемо використовувати у подальших наших розрахунках.

2. Показник дисперсії. Він показує розподіл виробництва між різними товарними групами

$$\sigma^2 = \sum_1^n \frac{(d_i - \bar{d})^2}{n} \quad (1.1)$$

$\sigma^2$  - дисперсія

$d_i$  - частка і-ої товарної групи

$\bar{d}$  - середня частка товарної групи

$n$  – кількість товарних груп

Для оцінки величини дисперсії (особливо це потрібно при порівнянні ступеня диверсифікації різних компаній) доцільно користуватися відносним показником – коефіцієнтом варіації, що визначається за формулою:

$$v = \frac{\sigma}{\bar{d}} \quad (1.2)$$

де  $v$  - коефіцієнт варіації;

$\sigma$  - середнє квадратичне відхилення, що розраховується як корінь квадратний з дисперсії.

Висока дисперсія (велика нерівномірність розподілу часток товарних груп), за інших рівних умов, вказує на високу концентрацію діяльності (низький рівень диверсифікації). Але дисперсія, відповідно до закордонного досвіду, застосовується як допоміжний інструмент аналізу, оскільки вона потрібна скоріше для оцінки нерівності у відносних частках різних товарних груп, ніж безпосередньо для вираження самого рівня диверсифікації діяльності підприємства. Так, наприклад, для компанії, яка представлена на двох ринках і частка кожного ринку складає 50%, та для компанії, яка представлена на 10 ринках і частка кожного напряму діяльності складає 10%, дисперсія буде однаковою і буде дорівнювати нулю, проте рівень диверсифікації компаній буде різним.

Для виміру ступеня нерівності товарних груп використовується показник дисперсії логарифмів часток кожної товарної групи:

$$\sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\ln d_i - \ln \bar{d})^2 \quad (1.3)$$

Інтерпретується даний показник так само як і звичайна дисперсія.

3. Коефіцієнт концентрації (рівня диверсифікації). Даний коефіцієнт розраховується як відношення частки найбільших товарних груп (це може бути 2, 3, 5 найбільших товарних груп) до загального обсягу реалізації.

$$K_{\text{див-ції}} = \frac{\sum_{i=1}^m d_i}{\sum_{i=1}^n d_i} \quad (1.4)$$

$m$  – кількість найбільших товарних груп (2, 3 або 5) товарних груп

Чим більше значення показника до 1 (100%), тим менший рівень диверсифікації. І навпаки, чим ближче значення до нуля, тим вищий рівень диверсифікації.

#### 4. Індекс ентропії

Індекс ентропії являє собою показник, протилежний коефіцієнту концентрації: чим вище його значення, тим вищий рівень диверсифікації. Індекс ентропії розраховується за наступною формулою:

$$I_{\text{ентропії}} = \sum_1^n d_i \ln \frac{1}{d_i} \quad (1.5)$$

Перевагою індексу ентропії є те, що він дозволяє не тільки досліджувати рівень диверсифікації конкретного підприємства, але і порівнювати його з рівнем диверсифікації інших підприємств.

#### 5. Індекс Херфіндаля-Хіршмана.

Індекс Херфіндаля-Хіршмана може мати значення від 0 до 1. Якщо за базу розрахунку індексу брати частки у процентах, то максимальне значення індексу може складати 10 000. Розраховується за наступною формулою:

$$I_{X-X} = \sum d_i^2 \quad (1.6)$$

Інтерпретується величина індексу наступним чином:

- індекс має значення нижче 0,1 (або 1.000) — високий рівень диверсифікації діяльності;
- індекс має значення від 0,1 до 0,18 (або від 1.000 до 1.800) — середній рівень;
- індекс має значення вище 0,18 (або 1.800) — компанія є спеціалізованою і слабо диверсифікованою.

Перевагами індексу Херфіндаля-Хіршмана є те, що при його розрахунку враховується частка всіх товарних груп, а не тільки найбільших, як, наприклад, при розрахунку коефіцієнта концентрації.

#### 6. Коефіцієнт зосередження.

Даний коефіцієнт також дозволяє оцінити рівень диверсифікації діяльності компанії. Чим більше значення – тим вищий рівень диверсифікації.

$$K_{\text{зосередження}} = 1 - \frac{100}{\sum d(2N - 1)} \quad (1.7)$$

$d$  – частка товарної групи

$N$  – ранг товарної групи, найбільшій присвоюється ранг – 1.

Приймаючи рішення щодо того, яку стратегію для подальшого розвитку підприємства застосовувати, акціонери, в першу чергу, керуються основним критерієм ефективності діяльності комерційного підприємства – зростанням його вартості. Саме такий зв'язок змушує розглядати стратегію диверсифікації діяльності нерозривно від її впливу на вартість підприємства.

Саме визначення вартості підприємства, а особливо диверсифікованого, є вкрай актуальною і складною для наукового опрацювання і побудови методичного і практичного апарату сучасною проблемою.

Економічні відносини ринкового типу потребують вартісної оцінки активів підприємств. І не слід обмежувати цю необхідність тільки потребами процесу приватизації, який відбувався в Україні і протікав дуже складно, здебільшого не в природній ринковій формі, а під тиском державно-адміністративного апарату. Рано чи пізно цей процес в основному завершиться, і в подальшому він буде протікати в руслі реприватизації чи приватизації, але не в значних масштабах. І для регулювання зазначених процесів, з нашої точки зору, буде цілком достатньо відповідних законодавчих актів та галузевих інструкцій.

Проблема диверсифікації, в контексті якої ми розглядаємо вартість підприємства, набагато ширша, складніша. Вона виходить із самої суті ринкових відносин – товарно-грошових (вартісних) відносин, теорії ринку, згідно з якою будь-

який продукт людської праці має дві властивості - споживчу вартість і вартість; він може змінювати свого власника, тобто купуватися і продаватися.

З теоретико-сутнісної точки зору вартість підприємства, як продукту людської праці, є вкрай актуальною науково-практичною проблемою. Вона є вкрай важливою для вартісно-оціночних процесів, які відбуваються сьогодні в ході трансформації української економіки. І, слід відзначити, що вона вкрай складна в науково-методичному аспекті.

Проблема полягає в тому, як коректно, з теоретичної точки зору, визначити природу вартості підприємства, побудувати систему управління вартістю, залучаючи напрацьований науковий апарат, який аналітичний матеріал стосовно стану і перспектив первісного нагромадження капіталу в сучасних умовах використати.

На нашу думку, перш за все слід виходити з концепції оцінки вартості підприємств в умовах економічної трансформації, виокремлюючи методичні особливості такої оцінки і використовуючи порівняльний аналіз підходів до оцінки вартості підприємств. Цілком слушним буде визначення пріоритетів застосування вартості в сучасних умовах національної економіки, проведення ґрунтовного аналізу вартості вітчизняних підприємств.

Виконати поставлене завдання досить складно. Вітчизняних методик такого аналізу немає, відомі закордонні підходи не адаптовані до існуючого в Україні економічного середовища. До того ж останнє (середовище) дуже викривлене високою часткою тіньової економіки та залежністю національних підприємств від іноземних інвестицій.

Незважаючи на зазначене, визначення вартості підприємства знаходиться в безпосередньому зв'язку з процесами диверсифікації його діяльності і обминути даний складний процес неможливо.

### 1.3. Інструментарій оцінювання вартості диверсифікованих підприємств

Теоретичну базу методологічних підходів до оцінки вартості об'єктів господарювання складають групи методів оцінки, які базуються на загальних принципах оцінки. Кожний метод оцінки передбачає попередній аналіз певної інформаційної бази та відповідний алгоритм розрахунку. При цьому джерела інформації, необхідної для проведення розрахунків за кожним із підходів, відрізняються.

В попередніх розділах нами були розглянуті основні теоретико-методологічні підходи до визначення суті, напрямів та механізмів диверсифікації. Наступним логічним кроком в наших дослідженнях є розгляд питання визначення впливу процесів диверсифікації на результати діяльності підприємства, а саме на зміну його вартості. Зокрема, увага буде приділена впливу особливостей, які притаманні диверсифікованому підприємству, на процес визначення його вартості.

Перш ніж розглянути співвідношення понять “оцінка вартості бізнесу” та “оцінка вартості підприємства”, коротко зупинимось на двох основних підходах до трактування самого поняття «вартість»:

- теоретичний підхід, який базується на теоріях вартості (трудова, маржинальна, неокласична). Так, відповідно до трудової теорії, вартість розглядається як економічна категорія, що визначається через кількість понесених трудових затрат (уречевлена праця) на виробництво того чи іншого виду товару чи послуги в процесі виробництва суспільних благ [58, с.158];

- практичний підхід, згідно з яким вартість - це визначений в грошових одиницях суспільно визнаний еквівалент [103, с.12]. Для цілей нашого дослідження об'єктом визначення вартості буде виступати підприємство, і відповідно, розглядатися буде саме оцінка вартості підприємства.

Проаналізувавши дослідження вчених з проблематики оцінки вартості, можна зробити висновок, що окремі дослідники [93, 142] практично ототожнюють поняття “оцінка вартості бізнесу підприємства” та “оцінка вартості підприємства”. Проте, на нашу думку, такий підхід в ринкових умовах господарювання не є виправданим,

оскільки бізнес, в першу чергу, це особливий вид людської діяльності, а не просто окремий суб'єкт господарювання. Підтвердженням нашої точки зору є тлумачення поняття «бізнес», що наводиться у Національному стандарті № 1 «Загальні засади оцінки майна та майнових прав», затвердженому постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 № 1440, де бізнес трактується як «певна господарська діяльність» [119].

На нашу думку, термін «оцінка бізнесу» є ширшим за поняття «оцінка підприємства», оскільки, по-перше, бізнес може включати в себе декілька підприємств, які мають фінансово-господарські чи управлінські зв'язки; по-друге, бізнес включає в себе не тільки підприємства, як цілісно-майнові комплекси, а і всю сукупність напрацьованих господарських зв'язків, репутацію, управлінську команду, бренд тощо.

Оскільки в реальних економічних умовах термін «бізнес» використовується досить часто, до того ж в процесі диверсифікації будь-яке підприємство набуває ознак бізнесу, вважаємо за доцільне навести короткий огляд саме таких оціночних методів. Вони почали використовуватися в оціночній діяльності як методи оцінки бізнесу. Не випадково перший російськомовний підручник на цю тему під редакцією професора Грязнової А.Г. вийшов під назвою “Оцінка бізнесу” (М.: Вид-во «Фінанси і статистика», 1998 г). В Україні перші посібники, що розглядали питання визначення вартості, з'явилися з початком приватизаційних процесів. Так в 1996 році за авторством Лебідь Н.П. та Мендрула А.Г. вийшло “Практическое пособие по экспертной оценке предприятий”. Вживання терміну “підприємство”, а не “бізнес”, пояснюється ринковим середовищем, яке викликало необхідність у розробці питання визначення вартості в процесі приватизації українських підприємств. Про оцінку бізнесу, як низки підприємств, що пов'язані між собою економіко-господарськими відносинами, тоді не йшлося.

За ринкових умов бізнес – це конкретна діяльність, організована в рамках певної структури, яка може включати до свого складу декілька підприємств. Власник бізнесу має право продати його, закласти, застрахувати, заповідати. Таким чином, бізнес стає об'єктом ринкових угод та володіє всіма ознаками товару. Але це товар специфічний, йому притаманні наступні особливості: [126, с.23-24]

- по-перше, це товар інвестиційний, тобто товар, вкладення в який здійснюються з метою отримання віддачі в майбутньому. Витрати і доходи роз'єднані в часі. Причому розмір очікуваного прибутку не відомий, має імовірнісний характер, тому інвесторові доводиться враховувати ризик можливої невдачі. Якщо майбутні доходи, з урахуванням часу їх отримання, виявляються менше витрат на придбання інвестиційного товару, він втрачає свою інвестиційну привабливість. Таким чином, поточною вартістю майбутніх доходів, які може отримати власник, є верхня межа ринкової ціни з боку покупця;

- по-друге, бізнес є цілісним утворенням, яке може складатися з багатьох окремих самостійних складових. Відповідно предметом договору купівлі-продажу може бути як весь бізнес, так і окремі його елементи. В такому випадку ці елементи виступають як господарсько-самостійні одиниці;

- по-третє, потреба в цьому товарі залежить від процесів, які відбуваються як усередині самого товару (бізнесу), так і в зовнішньому середовищі. Причому, з одного боку, нестабільність в суспільстві приводить бізнес до нестійкості, з іншого боку, його нестійкість призводить до подальшого наростання нестабільності та соціальної напруги і в самому суспільстві. З цього витікає ще одна особливість бізнесу як товару - потреба в його регулюванні, в тому числі операцій з купівлі-продажу;

- по-четверте, беручи до уваги важливу функцію, яку відіграє бізнес (підприємницька діяльність) для соціально-економічного розвитку суспільства в цілому, та окремих галузей економіки зокрема, держава повинна здійснювати регулюючу та контрольну функцію по відношенню до бізнесу.

Закордонні вчені також підходять до визначення поняття "оцінка бізнесу" як до економічного процесу. Цей процес, на їх думку, полягає у визначенні вартості оцінювального об'єкту, тобто визначенні обсягу ресурсів (грошових, фінансових), які готовий заплатити покупець за право власності над цим об'єктом. При цьому оцінюватися може як весь об'єкт, так і окремі його елементи (відокремлені структурні підрозділи). [174].

Таким чином, можна зробити висновок, що оцінка вартості бізнесу є систематизованим цілеспрямованим процесом визначення в грошовому вираженні

величини вартості об'єкта з урахуванням теперішнього та майбутнього часу в умовах ринку. Головною ознакою ринкових умов є їх швидкозмінність та мінливість. Саме їх невизначеність породжує значну увагу до такої категорії як ризик. Як нами було зазначено вище, диверсифікація є одним із найефективніших способів зменшення ризику швидких змін у зовнішньому середовищі та пристосуванням до них. Враховуючи вищевикладене, оцінка вартості сучасних підприємств повинна відбуватись із врахуванням фактору диверсифікації його діяльності.

У найбільш широкому сенсі предмет оцінки бізнесу має подвійне значення [61, с.35].

Перше його розуміння зводиться до традиційно поширеного в нашій країні розуміння оцінки бізнесу як оцінки компанії, як юридичної особи. При такому підході характерне ототожнення оцінки бізнесу компанії з оцінкою майна цієї ж компанії.

Друге тлумачення предмету оцінки бізнесу полягає в тому, що бізнес, в першу чергу, розглядається не як певна сукупність матеріальних активів (приміщення, обладнання, транспортні засоби тощо), а як цілісна система господарських зв'язків, що здатна генерувати грошові потоки і, відповідно, приносити прибуток своїм власникам.

Оцінку бізнесу проводять в цілях [61, 128]:

- підвищення ефективності поточного управління підприємством, фірмою;
- визначення вартості цінних паперів у разі купівлі-продажу акцій підприємств на фондовому ринку;
- визначення вартості підприємства у разі його купівлі-продажу цілком або частинами. Часто буває необхідно оцінити підприємство для підписання договору, що встановлює частки співвласників у разі зміни структури власників;
- реструктуризації підприємства. Проведення ринкової оцінки передбачається у разі ліквідації підприємства, злиття, поглинання або виділення самостійних підприємств зі складу холдингу;
- страхування, в процесі якого виникає необхідність визначення вартості активів напередодні втрат;
- передачі підприємства в оренду. Оцінка вартості важлива для призначення

орендної плати і здійснення подальшого викупу орендарем (якщо це передбачено договором оренди);

- ухвалення обґрунтованих управлінських рішень;

- здійснення інвестиційного проекту розвитку бізнесу. В цьому випадку для його обґрунтування необхідно знати початкову вартість підприємства в цілому, його власного капіталу, активів, бізнесу.

В межах нашого дослідження оцінку вартості ми будемо проводити у два етапи – на першому визначимо базову оцінку на основі модифікованого методу капіталізації грошових потоків, а на другому скорегуємо отриману базову вартість відповідно до коефіцієнтів диверсифікації, що притаманні конкретному підприємству.

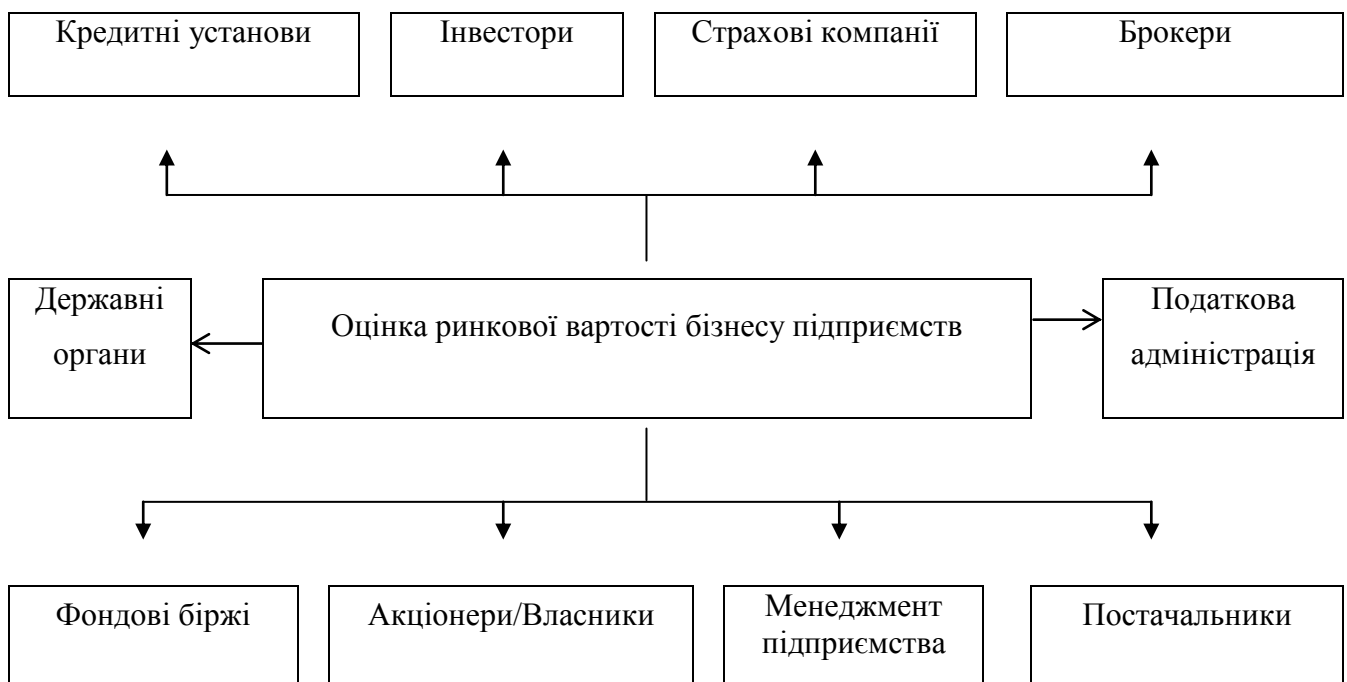


Рис. 1.5. Суб'єкти, зацікавлені в оцінці бізнесу.

Джерело: узагальнено автором.

Отримання відомостей про достовірну вартість бізнесу є важливою інформацією як для самого підприємства, так і організацій, з якими воно співпрацює. Зокрема, до таких організацій належать кредитні установи, страхові компанії, фондові біржі тощо (див. рис. 1.5).

Теоретичним фундаментом процесу оцінки вартості підприємства є єдиний набір оціночних принципів, які прийнято об'єднувати в наступні групи:

- принципи, засновані на уявленнях користувача (принципи корисності,

заміщення і очікування);

- принципи, пов'язані з ринковим середовищем (принципи залежності, відповідності між попитом і пропозицією, конкуренції, зміни вартості);

- принципи, пов'язані з експлуатацією об'єкта (принципи факторів виробництва, внеску, збалансованості та найбільш ефективного використання) [25, 126].

Зазначені принципи мають універсальний характер дії. Їх можна використовувати в різних оціночних ситуаціях.

Дотримання принципів оцінки є важливою умовою здійснення достовірної оцінки, але слід мати на увазі, що існує безліч чинників, які впливають на зміну вартості об'єкта оцінки.

Серед факторів, що мають найбільший вплив, доцільно зазначити [61, с. 215]:

- фізичні: природні - земля, клімат, ресурси, топографія, ґрунт, і створені людиною - будівлі, споруди, дороги, комунальні об'єкти, форма ділянки та інше;

- соціальні: тенденції зміни чисельності населення, тенденції зміни вікової структури населення, стиль життя, рівень життя, розмір сім'ї, тенденції зміни освітнього рівня;

- економічні: тенденції зміни рівня доходу, зайнятість, кредитна політика і доступність кредитних ресурсів, ставки відсотка, ставки орендної плати, зростання або скорочення витрат на будівництво, ціни, попит, пропозиція, ступінь контролю;

- політичні (адміністративні): рівень адміністративного втручання в економіку, податкова політика, законодавство у сфері захисту навколишнього середовища.

Враховуючи проведений огляд існуючих теоретичних підходів до визначення понять «оцінка вартості бізнесу» та «оцінка вартості підприємства», можна зробити висновки, що поняття «оцінка вартості бізнесу» є більш вживаним та більш широким. Оскільки, як ми зазначали раніше, бізнес може включати в себе декілька підприємств, і оцінка вартості бізнесу не може бути проведена без оцінки вартості підприємств, але при цьому вона в себе ще включає такі елементи як позиція на ринку, імідж, вартість нематеріальних активів (гудвіл, бренд тощо). Також в сучасних умовах потенційного інвестора (покупця) цікавить підприємство не як

сукупність матеріальних активів, а ті грошові потоки, які воно здатне генерувати, використовуючи наявні активи.

Термін «оцінка вартості підприємств» в 90-х роках минулого століття був вживаний в Україні з огляду на економічну ситуацію тих часів – поширення приватизаційних процесів підприємств вимагало наявності відповідної науково-методичної бази. За сучасних ринкових умов, коли вартість все менше і менше визначається вартістю матеріальних активів та наявного капіталу підприємства, поняття «оцінка вартості бізнесу» набирає все більшого поширення.

Слід звернути увагу, що коли ми говоримо про диверсифікацію як причину зростання вартості бізнесу (підприємства), то розуміємо, насамперед, відносні показники вартості. Оскільки очевидно, що при зростанні масштабів діяльності та/або включення до бізнесу нових підприємств, абсолютна вартість буде зростати. Проте в нашому дослідженні поряд із визначенням абсолютних величин вартості диверсифікованих підприємств, ми проаналізуємо вплив диверсифікації на відносні показники вартості (див. розділ 3).

Розглянуті загальні методичні положення та принципи щодо оцінки вартості диверсифікованого підприємства дозволяють більш ґрунтовно проаналізувати існуючий методичний апарат в більш широкому контексті оцінювання господарюючого суб'єкта.

На сьогоднішній день в Україні набули поширення і законодавчого закріплення такі методичні оціночні підходи: витратний (або майновий), дохідний, порівняльний (або ринковий).

Кожен із зазначених підходів включає в себе комплекс специфічних методів оцінки. В свою чергу, кожен із методів оцінки передбачає здійснення процесу оцінки у відповідності до визначених етапів. Інформаційною базою для кожного із методів виступають фактичні дані про результати діяльності підприємств.

Далі ми коротко зупинимось на витратному та порівняльному підходах, більш детально розглянемо дохідний підхід і, в рамках дохідного підходу, запропонуємо авторський спосіб обчислення грошових потоків компанії.

Витратний підхід розглядає вартість підприємства з погляду понесених витрат. В основу даного підходу покладено тезу про те, що вартість підприємства визначається сумою витрат, які необхідно понести для того, щоб створити аналогічне за своїми основними характеристиками підприємство. При застосуванні витратного підходу також треба враховувати суму морального та фізичного зносу об'єкту оцінки, на яку відбувається коригування (зменшення) вартості підприємства. Очевидно, що витратний підхід, в першу чергу, базується на використанні принципу заміщення. Також витратний підхід більш доцільно застосовувати до недіючого підприємства.

Західні фахівці з питань визначення вартості Ч. Еванс та М. Бішоп [174] вважають, що термін «витратний підхід» (cost approach) потрібно трактувати як «підхід за активами» (asset approach).

Можна виділити наступні типові ситуації застосування витратного підходу [152, с. 95]:

- при відсутності достовірних даних по співставним підприємствам (наприклад, при оцінці унікальних об'єктів);
- при необхідності здійснити страхування об'єкту. Використання цього підходу пояснюється принципом відсутності економічної вигоди страхувальника при страхуванні об'єкту, тобто сума страхового відшкодування не повинна перевищувати суму фактично понесених витрат на його створення;
- з метою отримання кредиту, тобто необхідністю передати частину майна в банк у вигляді застави.

Як ми вже зазначали, кожному із підходів властивий специфічний набір методів оцінки. Далі розглянемо основні методи оцінки, які виділяються в рамках витратного підходу.

Базова формула витратного підходу має наступний вигляд:

$$\text{Власний капітал} = \text{Активи} - \text{Зобов'язання}$$

Проте застосування базової формули витратного підходу потребує здійснення певних підготовчих процедур. Це пояснюється тим, що фактичні дані фінансової звітності підприємства (вартість активів та пасивів підприємства), через вплив

внутрішніх та зовнішніх чинників, можуть відхилятися від їх ринкової вартості. Тому, перед тим як застосовувати базову формулу витратного підходу, необхідно здійснити процедуру коригування активів та пасивів підприємства, тобто приведення їх фактичної вартості до ринкової. І тільки після цього розраховувати вартість підприємства.

За результатами аналізу праць зарубіжних та вітчизняних науковців виділено три методи оцінка вартості підприємства в рамках витратного підходу.

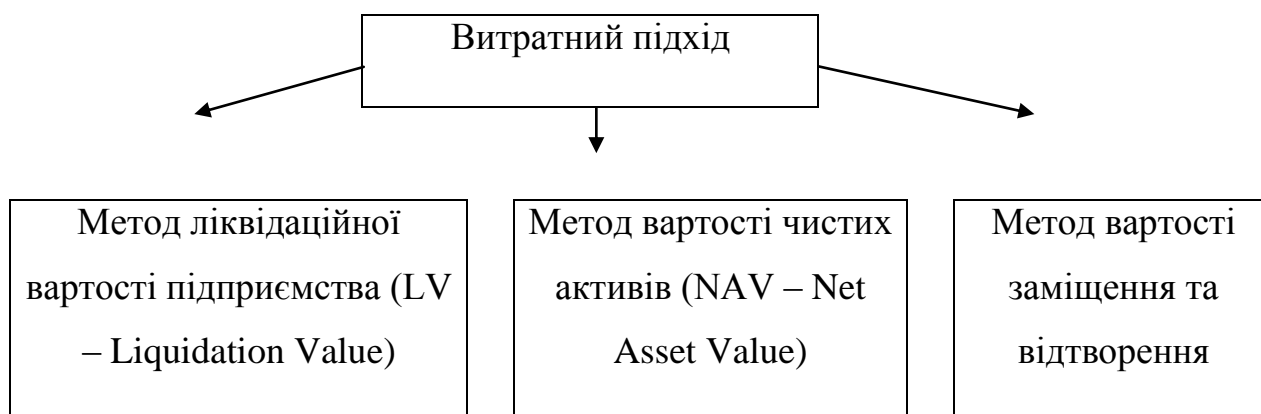


Рис. 1.6. Методичний інструментарій витратного підходу.

Розглянемо коротко кожен із методів. Метод ліквідаційної вартості використовується при оцінці підприємств, які знаходяться в стадії ліквідації. Виділення цього методу як окремого зумовлено тим, що при ліквідації підприємство, як правило, продається по ціні, нижчій за ціну, яка була б при звичайному функціонуванні підприємства. Це пояснюється додатковим ризиком, який бере на себе потенційний покупець, пов'язаним з відновленням та налагодженням нормальної роботи підприємства. Ліквідаційна вартість підприємства буде тим нижчою, чим меншим є часовий проміжок, протягом якого підприємство повинно бути ліквідоване.

Метод вартості чистих активів ґрунтується на аналізі активів підприємства. Використання цього методу є досить поширеним, оскільки він передбачає оцінку підприємства на основі лише даних форм фінансової звітності. Під поняттям «чисті активи» розуміється сума активів, яка забезпечена власними ресурсами, тобто за мінусом поточних та довгострокових зобов'язань. Тобто, цей метод в основі має базову формулу витратного методу оцінки.

Вартість підприємства за методом чистих активів розраховується відніманням від скоригованої суми активів підприємства скоригованої суми його пасивів [144, с.96.]:

$$\text{ЧА} = \text{A}_p - \text{П}_p, \quad (1.8)$$

де  $\text{A}_p$  – активи, прийняті до розрахунку;  $\text{П}_p$  – пасиви, прийняті до розрахунку.

Скоригована вартість активів та пасивів розраховується окремо по кожному із елементів. Головними елементами розрахунку активів підприємства є сума основних та оборотних активів, величина дебіторської заборгованості. Серед пасивів найбільша увага приділяється розрахунку скоригованих величин елементів власного капіталу підприємства, його довгострокової та короткострокової заборгованостей.

Основою для використання методу чистих активів, як ми вже зазначали, є фінансова звітність підприємства, а саме його баланс. При цьому розрахунок здійснюється на основі балансу на найближчу дату до моменту проведення такого розрахунку. Ретроспективні дані балансів при розрахунку до уваги не беруться.

Основними ситуаціями для використання методу чистих активів є наявність великої кількості активів у підприємства (як матеріальних, так і фінансових) та пряма залежність показників результативності діяльності підприємства від кількості наявних активів. Також цей метод доцільно використовувати, коли неможливо здійснити достовірний прогноз грошових потоків підприємства [25, с.112].

Обмеження по застосуванню даного методу полягають в тому, що за цим методом не можна визначити частку неконтрольного пакету акцій підприємства, а також вартість компаній, діяльність яких пов'язана з інтелектуальною працею (консалтинг, розробка програмного забезпечення).

Метод вартості заміщення та відтворення найбільш повно відповідає основним положенням витратного підходу до оцінювання вартості бізнесу. Цей метод ґрунтується на базовому для витратного підходу принципі заміщення і повністю розкриває його суть. Метод вартості заміщення передбачає визначення необхідної величини ресурсів (коштів) для відтворення аналогічного за своїми властивостями об'єкту. Даний метод часто застосовується при оцінці об'єктів нерухомості.

Оскільки саме на цьому ринку потенційний покупець, приймаючи рішення про здійснення покупки, порівнює який альтернативний об'єкт нерухомості він міг би придбати за таку саму величину коштів. Другим розповсюдженим напрямом використання методу вартості заміщення є визначення вартості об'єкту в цілях його страхування. Як нами було зазначено вище, здійснення страхової діяльності не повинно приносити прибуток для страхувальника, тобто сума його страхового відшкодування не може перевищувати суму коштів, необхідних для відтворення аналогічного об'єкту. Також метод заміщення використовується для оцінки об'єктів, для яких досить складно знайти аналоги [144, с.79].

Недоліком витратного підходу є те, що при його використанні не враховуються потенційні прибутки, які так цікавлять інвесторів, та результати підприємства від виробничої (поточної), фінансової й інвестиційної діяльності. Також не враховується вплив такої важливої компоненти як вартість бренда та ін. Крім того, даний метод оцінки виключає із розрахунку таку важливу ринкову категорію як ризик. Зазначений метод не враховує фактор диверсифікації підприємства. За цим методом результат оцінки однакових за своїми масштабами (наявними чистими активами) підприємств (одне з яких буде диверсифіковане, а інше ні) буде однаковим. Тому використання витратного підходу для оцінки вартості диверсифікованих підприємств є недоречним.

Для наочної характеристики кожного із підходів оцінювання та доцільності його використання при оцінці вартості диверсифікованих підприємств використаємо, розроблену автором, матрицю “Обмеження-Можливості”.

Запропонована матриця, містить три поля – “обмеження по застосуванню”, «можливості по застосуванню», «рекомендації по доцільності застосування».

Для витратного підходу матриця буде мати такий вигляд:

Таблица 1.6.

Аналітична оціночна матриця витратного підходу

Обмеження по застосуванню	Можливості застосування
- не враховує фактору ризику; - не враховує наявність чи відсутність	- для оцінки диверсифікованих підприємств, ринкова позиція яких визначається, в першу

інноваційної компоненти діяльності компанії; - результати розрахунку в першу чергу залежать від наявних активів підприємства; - виключає із розрахунку рівень та якість організаційно-управлінської складової.	чергу, наявними активами; - для оцінки підприємств, що функціонують в простому, не інноваційному бізнесі та попит на продукцію якого є стабільним, а ринок ненасиченим.
Рекомендації по доцільності застосування ↓ Застосування витратного підходу є недоцільним	

Джерело: складено автором.

Наступний підхід до оцінювання – це порівняльний. У стандарті оцінки BVS (Business Valuation Standards) Американської Асоціації Оцінників (American Society of Appraisers) [174] використовується поняття «ринковий підхід» (market approach). Оскільки ці два підходи є однаковими за основним принципом - ґрунтуються на використанні інформації, наявної на ринку про співставні компанії, в нашій роботі ми будемо використовувати ці дві назви як синоніми.

Виходячи з основного принципу порівняльного підходу, американські дослідники Ч. Єванс та М. Бішоп [174] дотримуються думки, що порівняльний підхід визначає вартість виходячи з інформації про вартість угод по аналогічних підприємствах. Схожої точки зору дотримуються й провідні російські та українські науковці [25, 108, 142].

Таким чином основною передумовою та, одночасно, проблемою застосування порівняльного підходу є наявність достатньої кількості інформації про здійснені операції з продажу підприємств, які функціонують в тій самій галузі та мають схожі характеристики. Для визначення, чи є підприємства співставними, необхідно мати детальні дані по обох підприємствах – оцінювальному та підприємству-аналогу. За умов розвиненості фондового ринку саме ціна акцій найбільш повно відображає вартість підприємства з урахуванням усієї повноти факторів, що на неї впливають.

Непросте завдання підібрати компанії-аналоги або визначити величини коефіцієнта корегування при оцінці вартості диверсифікованих компаній стає ще

складнішим через наявність унікальних особливостей та характеристик у різних диверсифікованих компаній.

В умовах сучасної економічної ситуації в Україні, коли підприємства починають все більшу увагу приділяти прозорості ведення власної справи, порівняльний підхід набуває все більшої популярності. Використання даних стосовно аналогічних суб'єктів на закордонних ринках потребує ретельного корегування задля врахування українських умов.

Даний метод широко застосовуваний на практиці, оскільки інформація про ринкові котирування є відкритою та легкодоступною.

До переваг порівняльного підходу відноситься те, що вартість підприємства визначається на основі реальних ринкових угод з купівлі-продажу схожих підприємств. Головне завдання оцінювача правильно внести корективи, що забезпечать співставність проданого підприємства з оцінюваним [140, с. 134].

Також порівняльний підхід найбільш повно враховує співвідношення попиту і пропозиції на даний об'єкт інвестування. Проте порівняльний підхід має і ряд недоліків, які обмежують його використання.

По-перше, для застосування порівняльного підходу оцінювач повинен зібрати велику кількість фінансової інформації не тільки по підприємству, що оцінюється, а і по колу співставних підприємств аналогів. Отримання достовірної і повної інформації про підприємства-аналоги не завжди є можливим.

По-друге, внесення поправок потребує від оцінювача глибокого розуміння сутності показників та характеру діяльності підприємства, оскільки майже неможливо знайти абсолютно однакові підприємства.

По-третє, в умовах недостатньої розвиненості фондового ринку, що притаманно українському ринку, спекулятивні операції можуть призводити до значного, ринково необґрунтованого, коливання ціни акцій.

Основними методами оцінки вартості бізнесу, що виокремлюються в рамках порівняльного підходу, є такі:

- метод публічної компанії-аналога (метод ринку капіталів);
- метод угод;

- метод галузевих коефіцієнтів.

Процедура визначення вартості підприємства на основі використання методу підприємства-аналога передбачає наступну послідовність дій.

Спочатку необхідно визначити коло підприємств, по яких відбулись операції з продажу і які за своїми характеристиками можуть виступати базою порівняння. Кількість таких підприємств повинна бути якомога більшою, щоб нівелювати вплив специфічних факторів, що можуть бути характерними для окремих підприємств. Головними критеріями, за якими підприємства можна чи не можна використовувати в якості порівняння, є належність до однієї галузі та співставні масштаби діяльності.

Після того, як відібрані підприємства-аналоги, обрані та розраховані операційні коефіцієнти, необхідно визначити відповідний ціновий мультиплікатор для оцінювання підприємства-мети.

Під ціновим мультиплікатором розуміється показник, який розраховується шляхом ділення вартості компанії на основу мультиплікатора. Залежно від обраної основи мультиплікатори можуть бути різними. Найпоширенішими основами для мультиплікаторів виступають результати господарської (чистий прибуток підприємства, результат від операційної діяльності) та фінансової діяльності (величина власного капіталу) [142].

Після обчислення відповідних мультиплікаторів вартість оцінювального підприємства розраховується як добуток величини бази мультиплікатора підприємства, що оцінюється, на значення відповідного мультиплікатора співставного підприємства:

$$\text{Вартість} = M \times B_0, \quad (1.9)$$

де  $M_{\text{ср}}$  – величина мультиплікатора співставного підприємства;  $B_0$  – значення бази мультиплікатора оцінювального підприємства.

Однією із головних умов, що висувається до мультиплікаторів, є відсутність значних розбіжностей у їх значеннях, оскільки такі розбіжності дають суттєві похибки при визначенні вартості оцінювального підприємства [126, с.230].

Застосування мультиплікаторів з різною базою їх розрахунків призводить до одержання декількох значень вартості підприємства, що оцінюється. За такої

ситуації доцільно здійснити процедуру розрахунку підсумкового значення вартості підприємства за формулою звичайної арифметичної середньої, коли кожній із  $n$ -складових (величини вартості, отримані за різними мультиплікаторами,  $V_{Mn}$ ) загального показника ( $V$ ) надається однакова вага, і, відповідно, кожна складова має однаковий вплив на підсумкову оцінку:

$$V = \frac{V_{M1} + \dots + V_{Mn}}{n}, \quad (1.10)$$

Інший підхід до визначення остаточної вартості підприємства передбачає застосування зважування величин вартостей, отриманих за різними мультиплікаторами. Коефіцієнти зважування ( $K_n$ ) визначаються, як правило, експертним шляхом, а загальна формула буде мати наступний вигляд:

$$V = V_{M1} \times K_1 + \dots + V_{Mn} \times K_n, \quad (1.11)$$

Наступним коротко охарактеризуємо метод угод. Цей метод за своєю суттю є дуже схожим до методу публічної компанії-аналога. Основною умовою для застосування цього методу, як і попереднього, є наявність великої кількості інформації по здійснених операціях з купівлі-продажу підприємств або їх частин. Відмінність методу угод полягає в тому, що він використовує інформацію про вартість угод по операціям з продажу великих за обсягом пакетів акцій, придбання яких, як правило, передбачає наявність певних контролюючих функцій для його власника. Відповідно основним джерелом інформації виступає фондовий ринок. Процедурно використання методу угод відбувається практично аналогічно до методу підприємства-аналога. Саме тому деякі дослідники [126] вказують на практичну тотожність цих двох методів.

Метод галузевих коефіцієнтів, в певній мірі, є частковим випадком методу мультиплікаторів, оскільки в його основі також лежить розрахунок певних коефіцієнтів, за допомогою яких потім відбувається визначення вартості. Відмінність полягає в тому, що за базу визначення цих коефіцієнтів беруться не універсальні фінансові показники діяльності, а специфічні, для кожної галузі свої показники. Тому не існує універсальних форм для застосування даного методу. Прикладом використання цього методу може бути визначення вартості

енергогенеруючих компаній на основі показника відношення ціни акції до кіловату виробленої електроенергії. Метод галузевих коефіцієнтів, враховуючи його специфіку, не набув широкого розповсюдження, проте його використання є досить доречним для оцінки вартості підприємств специфічних галузей економіки, де використання методик витратного та дохідного підходів не дає змогу провести достовірну оцінку вартості підприємств.

Таблиця. 1.7.

## Аналітична оціночна матриця порівняльного підходу

Обмеження по застосуванню	Можливості застосування
<ul style="list-style-type: none"> <li>- відносно нетривалий період функціонування кондитерських підприємств в умовах відкритої ринкової економіки;</li> <li>- слабо розвинутий вітчизняний фондовий ринок;</li> <li>- відсутність акцій українських кондитерських підприємств на фондовому ринку.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- за умов розвитку фондового ринку, його використання є найбільш зручним та достовірним;</li> <li>- вихід вітчизняних підприємств на вітчизняний або міжнародний фондовий ринок.</li> </ul>
<p>Рекомендації по доцільності застосування</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Застосування методу видається можливим та доцільним, при умові розвитку фондового ринку та корпоративного управління на вітчизняних кондитерських підприємствах</p>	

Джерело: складено автором.

Дохідний підхід є, разом з порівняльним, найбільш вживаним. Широке застосування даного підходу, в першу чергу, пояснюється тим, що при його використанні за базу визначення майбутньої оцінки підприємства береться величина грошового потоку, який воно спроможне генерувати у визначений часовий проміжок. Використання дохідного підходу базується на принципі очікування, а його суть, на думку багатьох вчених, полягає у оцінці підприємства на основі прогнозних величин його грошових потоків. Тому, що саме можливість одержання прибутків є головним чинником, яким керується потенційний покупець бізнесу [25, 108, 142].

Дохідний підхід заснований на припущенні, що потенційний інвестор не заплатить за даний об'єкт суму більшу, ніж поточна вартість майбутніх доходів від

даної діяльності. Цей метод є найбільш прийнятним з точки зору інвестиційних мотивів, оскільки коли інвестор придбаває будь-яке підприємство, його, в першу чергу, цікавлять не будівлі, устаткування та обладнання, з яких воно складається, а величина доходів, які він зможе отримати від володіння ним. Даний метод доцільно застосовувати до підприємств, які протягом тривалого періоду часу стабільно демонструють прибуткову діяльність. І, оскільки даний підхід враховує категорію ризику, саме тому цей підхід може використовуватись для диверсифікованих об'єктів, доповнивши його коригуванням на фактор диверсифікації.

Американські вчені [174, с. 254] розглядають дохідний підхід базуючись на твердженні про те, що вартість підприємства, в першу чергу, визначається величиною майбутніх грошових доходів, які це підприємство здатне генерувати. І, відповідно, потенційний інвестор не погодиться вкласти в підприємство більшу суму коштів, ніж він очікує отримати від володіння підприємством, зважену на рівень ризику, пов'язаний з їх отриманням.

Найбільшу складність при оцінці підприємства з позиції дохідного підходу представляє процес прогнозування доходів, оскільки в умовах динамічних змін ринкового середовища математичні моделі прогнозування, які в своїй переважній більшості будуються на ретроспективних даних, не дають достатньо точних результатів.

Суттєвою перевагою дохідного підходу є врахування майбутніх грошових потоків, які зможе генерувати підприємство, нехай і з досить значним ступенем невизначеності.

Проаналізувавши праці вітчизняних вчених, які займаються питанням оцінки вартості, можна виділити наступні етапи застосування дохідного підходу [113, 142]:

— аналіз бухгалтерської звітності підприємства з метою виявлення показників, що можуть носити нетиповий чи некоректний характер, і, відповідно, впливати на процес оцінки;

— прогнозування майбутніх величин грошових потоків, які здатне генерувати підприємство, на основі використання регресійних економіко-математичних моделей;

- визначення ставки дисконтування, яка дозволить привести всі розрахунки до одного часового періоду;
- розрахунок грошового потоку, в широкому розумінні;
- визначення вартості оцінювального підприємства через приведення вартості майбутніх грошових потоків до теперішнього моменту часу, за допомогою використання ставки дисконтування чи методу капіталізації доходів.

Залежно від способу обчислення майбутніх грошових потоків підприємства дослідники пропонують виділяти дві великі групи методів оцінки: дисконтування та методів капіталізації [25, 89, 114].

Основною вимогою для застосування методу дисконтування є прибуткова діяльність підприємства протягом досить тривалого періоду часу. Це пояснюється тим, що при збитковій діяльності підприємства протягом декількох років, яка спричинена, наприклад, великими інвестиційними вкладеннями, вартість, отримана за методом дисконтування, може бути від'ємною. Такий результат не буде достовірно відображати реальну ситуацію. Основна формула методу має наступний вигляд:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1.12)$$

де  $V$  – вартість суб'єкта господарювання;

$CF_t$  – дивіденд у грошовій формі (на одну акцію), очікуваний у  $t$ -ім часовому періоді;

$r$  – норма дохідності;

$T$  – термін функціонування бізнесу.

При застосуванні методу дисконтування, як правило, застосовується одна з двох моделей грошового потоку – грошовий потік для власного капіталу та грошовий потік для всього інвестованого капіталу.

Проте, з метою визначення вартості диверсифікованої компанії, пропонується розраховувати модифікований грошовий потік за методикою, наведеною в табл. 1.8. Необхідність його обчислення пояснюється бажанням при оцінці вартості

підприємства врахувати не лише його здатність генерувати вихідні грошові потоки, як це відбувається при обчисленні інших різновидів грошових потоків, а й взяти до уваги зміну величини та структури активів та пасивів оцінюваних підприємств.

Таблиця 1.8

## Розрахунок модифікованого грошового потоку

Дія	Позначення	Показник
	ЧП	Чистий прибуток після сплати податків
+	АВ	Амортизаційні відрахування
+	ΔЧРК	Приріст чистого робочого капіталу
+	ЧІОЗ	Чисті інвестиції в основні засоби
-	ΔДЗ	Збільшення довгострокової заборгованості
=	МГП	Модифікований грошовий потік

Джерело: власна розробка

Методика обчислення модифікованого грошового потоку також може бути представлена у вигляді формули:

$$\text{МГП} = \text{ЧП} + \text{АВ} + \Delta\text{ЧРК} + \text{ЧІОЗ} - \Delta\text{ДЗ}.$$

Як видно з табл. 1.8, елементи модифікованого грошового потоку значною мірою нагадують елементи при обчисленні грошового потоку з капіталу. Проте є окремі відмінності як в тлумаченні змісту самих елементів, так і в операціях над ними при обчисленні грошового потоку, які потребують додаткових пояснень.

Отже, за базу при обчисленні модифікованого грошового потоку береться сума чистого прибутку та амортизації, яка найчастіше й ототожнюється з самим поняттям «грошовий потік». Проте, на відміну від відомих методик, до цієї суми пропонується додати приріст чистого робочого капіталу. При цьому під чистим робочим капіталом слід розуміти різницю величини оборотних активів та суми поточних (короткострокових) зобов'язань. Відповідно приріст чистого робочого капіталу визначається як різниця чистого робочого капіталу поточного та попереднього періодів.

Варто також пояснити, чому приріст чистого робочого капіталу слід додавати до базових компонентів грошового потоку при оцінці вартості компаній. Причина цього полягає в необхідності врахування фактору структури капіталу та активів компанії при її оцінці. А саме, якщо оборотні активи компанії сформовані повністю за рахунок зовнішніх запозичень, тоді їх вартість в умовній ситуації ліквідації компанії дорівнює нулеві. Відповідно, в такому випадку цінність компанії дійсно обумовлюється виключно здатністю генерувати прибутки.

Проте, крім оборотних активів, компанія має ще необоротні, центральним елементом яких для більшості промислових підприємств є основні засоби. Для того, щоб врахувати вплив на вартість компанії динаміки вартості основних засобів та зміни структури пов'язаних з цим джерел фінансування, пропонується врахувати при обчисленні модифікованого грошового потоку ще два компоненти – чисті інвестиції в основні засоби та приріст довгострокової заборгованості. При цьому чисті інвестиції додаються до інших елементів грошового потоку, а приріст довгострокової заборгованості – віднімається.

Величина чистих інвестицій визначається як різниця залишкової вартості основних засобів станом на кінець поточного періоду та періоду, що передує йому, збільшена на суму амортизаційних відрахувань. Таким чином, якщо залишкова вартість у поточному періоді порівняно з попереднім зменшилася лише на суму амортизації, то чисті інвестиції в основні засоби дорівнюють нулеві.

Необхідність віднімання приросту довгострокової заборгованості обумовлюється необхідністю врахування зміни в структурі пасивів при оцінці вартості компанії. А саме, якщо, наприклад, збільшення основних засобів в поточному періоді профінансовано за рахунок збільшення довгострокових кредитів, тоді такий приріст на вартість компанії фактично не впливає. Оскільки збільшення активів компанії, що позитивно впливає на її вартість, нівелюється таким же збільшенням зобов'язань.

В подальшому в нашому дослідженні ми будемо розраховувати саме модифікований грошовий потік.

Ставка дисконтування – це очікувана ставка доходу на вкладений капітал в співставні за рівнем ризику об'єкти інвестування [142, с. 153].

Використовуються три основні методи обчислення ставки дисконтування – метод кумулятивної побудови, метод оцінки капітальних активів (використовуються для грошового потоку власного капіталу) та метод середньозваженої вартості капіталу (для грошового потоку для всього інвестованого капіталу).

Кумулятивний метод полягає в додаванні до безризикової ставки різних премій за ризик (ризик інфляції, ризик, пов'язаний зі зміною темпів розвитку економіки, ризик, пов'язаний зі зміною відсоткової ставки, ризик, пов'язаний зі зміною валютного курсу).

Метод оцінки капітальних активів (CAPM – capital assets pricing model). За даним методом ставка дисконтування обчислюється за наступною формулою:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (1.13)$$

де  $R$  – бажана інвесторами ставка доходу;

$\beta$  - коефіцієнт бета – показує реакцію зміни доходності даного підприємства залежно від зміни доходності ринку;

$R_f$  – безризикова ставка доходу (ставка доходу за державними цінними паперами або за гарантованими валютними депозитами);

$R_m$  – очікувана ринкова дохідність;

$S_1$  – премія для малих підприємств;

$S_2$  – премія за ризик, характерний для даного підприємства;

$C$  – ризик конкретної держави.

Додаткова премія за ризик вкладення в мале підприємство ( $S_1$ ) пояснюється недостатньою кредитоспроможністю (відсутністю достатніх активів для майнового забезпечення кредитів, які можуть плануватися для фінансування подальших капіталовкладень за даним проектом, а також для покриття потреби в оборотних коштах і збитків, що передбачаються).

Аналогічне можна відмітити і стосовно чисельної величини премії за ризик, характерний для окремої компанії ( $S_2$ ).

Покраїновий ризик ( $C$ ) зазвичай визначається у випадках:

- можливості позбавлення прав власності;
- зміни законодавства, що призводить до зменшення очікуваних доходів, що не передбачається (наприклад, при зміні податків).

Американський науковець А. Дамодаран, на базі проведеного власного дослідження, наводить залежність премії за ризик від рейтингу країни за міжнародною шкалою (Standard and Poors або Moody's) [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>].

Метод середньозваженої вартості капіталу (WACC – weighted average cost of capital). Обчислення ставки дисконтування на основі моделі середньозваженої вартості капіталу дозволяє врахувати як вартість власного капіталу, так і залученого. Тому дана модель використовується для обчислення ставки дисконтування для грошового потоку для всього інвестованого капіталу. Обчислюється середньозважена вартість капіталу за наступною формулою:

$$WACC = (1 - t)k_d w_d + k_p w_p + k_s w_s, \quad (1.14)$$

де  $t$  – ставка податку на прибуток;

$k_d$  – вартість залучення боргового капіталу;

$k_p$  – вартість власного капіталу (джерело привілейовані акції);

$k_s$  – вартість власного капіталу (джерело прості акції);

$w_d, w_p, w_s$  – частка відповідно боргового капіталу, привілейованих акцій і простих акцій.

Ключовою відмінністю методів дисконтування від методів капіталізації, як ми вже зазначали, є спосіб визначення грошових потоків підприємства, які беруться для розрахунків. При застосуванні методу дисконтування за інформаційну базу розрахунків ми беремо прогнозні величини грошових потоків на певний період часу. При використанні ж методу капіталізації грошовий потік береться лише за один проміжок часу, а вартість підприємства визначається діленням цієї величини грошового потоку на ставку капіталізації. Для цього використовується наступна формула: [171, с. 220]:

$$V = D/R, \quad (1.15)$$

де:  $D$  – чистий дохід бізнесу за рік;

$R$  – коефіцієнт капіталізації.

Застосування коефіцієнту (ставки) капіталізації для визначення вартості бізнесу є доцільним, коли спостерігається стабільна динаміка грошових потоків протягом прогнозного періоду. При цьому робиться припущення, що така динаміка грошових потоків буде спостерігатися протягом необмеженого відрізка часу. Ставка капіталізації для підприємства, як правило, визначається на основі ставки дисконту ( $d$ ) шляхом її зменшення на середньорічний темп зростання грошових потоків ( $g$ ). Формула для обчислення ставки капіталізації має наступний вигляд [171, с. 221]:

$$R = (d - g), \quad (1.16)$$

Використання методів оцінки, заснованих на ставці капіталізації, для українських підприємств в цілому та підприємств кондитерського ринку зокрема, є досить обмеженим. Це пояснюється тим, що динаміка грошових потоків (прибутків) підприємств може суттєво змінюватися в часі. При чому, такі коливання не завжди будуть наслідками об'єктивних змін умов функціонування підприємства, а скоріше викликанні суб'єктивними внутрішніми чинниками. Як ми побачимо в наступному розділі роботи, з-поміж п'яти досліджуваних підприємств, лише корпорація «Бісквіт-Шоколад» мала стабільну динаміку чистого прибутку, а саме чистий прибуток часто використовується у розрахунках при застосуванні методу капіталізації.

Розрахунок вартості підприємства на основі необмеженого часового періоду базується на припущенні, що підприємство буде приносити доходи нескінченно довго, а не лише протягом прогнозного періоду.

Сучасна економічна наука виділяє кілька варіантів розрахунку ставки дисконтування. Відмінність різних методів розрахунку зумовлена очікуваними перспективами розвитку підприємства у майбутньому – чи буде воно ліквідовано, чи планується його продаж, які довгострокові темпи зростання доходу планується, що підприємство буде мати.

Найбільш часто вживаним способом розрахунку ставки дисконту є використання формули Гордона.

Формула Гордона для розрахунку вартості бізнесу має наступний вигляд:

$$V = CF_{(t+1)} / (D - g) \quad (1.17)$$

де  $V$  — вартість в постпрогнозний період;

$CF_{(t+1)}$  — грошовий потік доходів за перший рік постпрогнозного періоду;  
( $CF_{(t+1)} = CF_t * (1+g)$ ).

$D$  — ставка дисконту;

$g$  — довгострокові темпи зростання грошового потоку.

Кінцева вартість  $V$  по формулі Гордона визначається на момент закінчення прогнозного періоду.

Таблиця. 1.9.

Аналітична оціночна матриця порівняльного підходу

Обмеження по застосуванню	Можливості застосування
<ul style="list-style-type: none"> <li>- важко прогнозований розвиток вітчизняної економіки;</li> <li>- на коливання грошового потоку можуть впливати фактори, що прямо не пов'язані з діяльністю компанії.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- враховує фактор диверсифікації через фінансову складову процесу диверсифікації;</li> <li>- базою оцінки є грошовий потік, який за основу бере прибуток підприємства.</li> </ul>
<p>Рекомендації по доцільності застосування</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Застосування методу для оцінки базової вартості диверсифікованого підприємства є доцільним</p>	

Джерело: власна розробка.

Отже, наведена аналітика існуючого оціночного апарату свідчить, з одного боку, про його методичну ґрунтовність, з іншого - про його слабку адаптованість до оцінки саме диверсифікованих підприємств кондитерської галузі. Два із трьох базових методів не адаптовані до оцінки вартості диверсифікованих підприємств, які працюють на українському ринку.

Порівняльний метод недоцільно використовувати через відсутність необхідної інформації. Стосовно витратного методу, то він не враховує фактор диверсифікації, оскільки виходить з вартості чистих активів, як показника вартості підприємства.

Тобто, існуючий вартісний оціночно-методичний апарат, в контексті визначення вартості диверсифікованого підприємства, потребує суттєвого доповнення.

Таким доповненням, на нашу думку, є розроблена автором поліваріантна модель оцінки. Дана модель за базову бере модифікований дохідний підхід до оцінки вартості. Базовим показником для оцінки вартості виступає модифікований грошовий потік. Але перед тим, як переходити до методичного обґрунтування поліваріантної моделі оцінки, розглянемо практично-аналітичне поле, яке буде базою для наших теоретичних розробок.

### **Висновки до Розділу 1.**

Дослідження теоретичних аспектів диверсифікації діяльності та аналіз існуючих підходів до оцінки вартості дозволило зробити наступні висновки.

1. На основі дослідження теоретичних засад диверсифікації встановлено, що розвиток диверсифікаційних процесів на підприємствах зумовлений підвищенням динамічності ринкового середовища, виникненням нових типів продукції, загостренням конкуренції на ринку. За таких умов реалізація стратегії диверсифікації дає змогу адаптуватись до змін зовнішнього середовища та компенсувати падіння збуту на одному ринку за рахунок збільшення його на інших ринках. Впроваджуючи стратегію диверсифікації, підприємства шукають найбільш ефективні напрями інвестування наявних фінансових ресурсів з метою забезпечення стабільності грошових потоків у майбутньому.

2. За результатами ретроспективного аналізу зміни підходів до розуміння поняття «диверсифікація» узагальнено спільні риси, що притаманні різним підходам, виокремлено основні аспекти диверсифікації, згруповано основні мотиви та досліджено типи диверсифікації. Запропоновано використовувати інструментарій

оцінки рівня концентрації товарних ринків для числової оцінки рівня диверсифікації діяльності виробничих підприємств.

Запропоновано підхід до визначення поняття «диверсифікація діяльності» як інноваційного процесу розширення діяльності підприємства через випуск нових товарних груп, включення до складу компанії підприємств, що знаходяться на інших стадіях виробничого ланцюжка (виробники сировини, торгові дома тощо), а також розширення власної діяльності шляхом створення власних виробничих підприємств за межами країни з метою підвищення фінансової стійкості та зменшення ризиків діяльності.

3. У процесі проведеного дослідження здійснено теоретичні узагальнення, що оцінка вартості диверсифікованого підприємства являє собою цілеспрямований процес визначення вартості у грошовому вираженні в конкретних умовах ринку з урахуванням майбутніх перспектив діяльності. Розкрито особливості та співвідношення термінів «оцінка вартості бізнесу», «оцінка вартості майна» та «оцінка вартості підприємства».

4. За результатами дослідження наявної методологічної бази оцінки вартості підприємства та з урахуванням особливостей диверсифікованих підприємств встановлено, що дохідний підхід є найбільш доречним для використання при оцінці впливу процесів диверсифікації на вартість підприємства. При цьому автором вдосконалено методологію дохідного підходу, а саме: запропоновано за базовий показник, що впливає на вартість підприємства, використовувати модифікований грошовий потік. Відмінність розрахунку модифікованого грошового потоку від розрахунку звичайного полягає у способі врахування змін у робочому капіталі та необоротних активах підприємства.

Основні положення розділу відображено у наукових статтях [31], [32], [37].

## РОЗДІЛ 2

### СТРАТЕГІЯ ДИВЕРСИФІКАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ-ЛІДЕРІВ КОНДИТЕРСЬКОГО РИНКУ УКРАЇНИ

#### **2.1. Тенденції та суперечності розвитку кондитерського ринку України в системі зовнішніх чинників впливу**

Ринок кондитерських виробів є складовим елементом харчової промисловості. Історично склалося, враховуючи наявність всіх сприятливих умов, у першу чергу, географічних та кліматичних, що харчова промисловість відіграє значну роль у загальній господарській системі України. Україна має потужне сільське господарство, тваринництво, цукрову промисловість. За даними Держслужби статистики у 2010 році частка виробництва харчової промисловості склала 16,7% від валового промислового виробництва країни. Харчова промисловість включає в себе кондитерську галузь. Кондитерська галузь виробляє продукцію трьох основних товарних груп – виробництво солодощів із вмістом шоколаду (какао), вироби на основі цукру та вироби із вмістом борошна. Проте кожне підприємство, як це буде показано далі в роботі, має власний набір товарних груп, який визначає напрямок та рівень його диверсифікації.

На початку 90-х років в Україні нараховувалось близько 800 виробників кондитерської продукції: хлібопекарських заводів та кондитерських цехів, а також біля 35 спеціалізованих кондитерських підприємств. Зараз же нараховується близько 650-700 гравців кондитерського ринку.

На сьогодні всіх виробників кондитерської продукції умовно можна поділити на три великі групи:

1. Відомі компанії виробники, які є лідерами вітчизняного ринку, – близько десяти компаній, серед яких такі відомі компанії як кондитерська корпорація «Рошен», виробниче об'єднання «Конті», ЗАТ «АВК», корпорація «Бісквіт-Шоколад», кондитерська фабрика «Світоч».

2. Крім фабрик, відомих всьому загалу населення, існують фабрики, які через вузький асортимент та незначні масштаби випуску продукції відомі лише у окремих регіонах країни, де вони розташовані. Дана група фабрик намагається виживати знаходженням власної ринкової ніші та задоволенням вузькоспеціалізованих потреб споживачів.

3. Певну частку вітчизняного кондитерського ринку - близько 7% - займають іноземні товари, але їх частка постійно зростає (зокрема, активно працюють на українському ринку виробники з Російської Федерації, наприклад цукерки «Коркунов»). Така продукція зазвичай кращої якості та вищої ціни, споживачами даної продукції є населення з високою купівельною спроможністю, для яких ціновий фактор не є вирішальним при прийнятті рішення про купівлю товару.

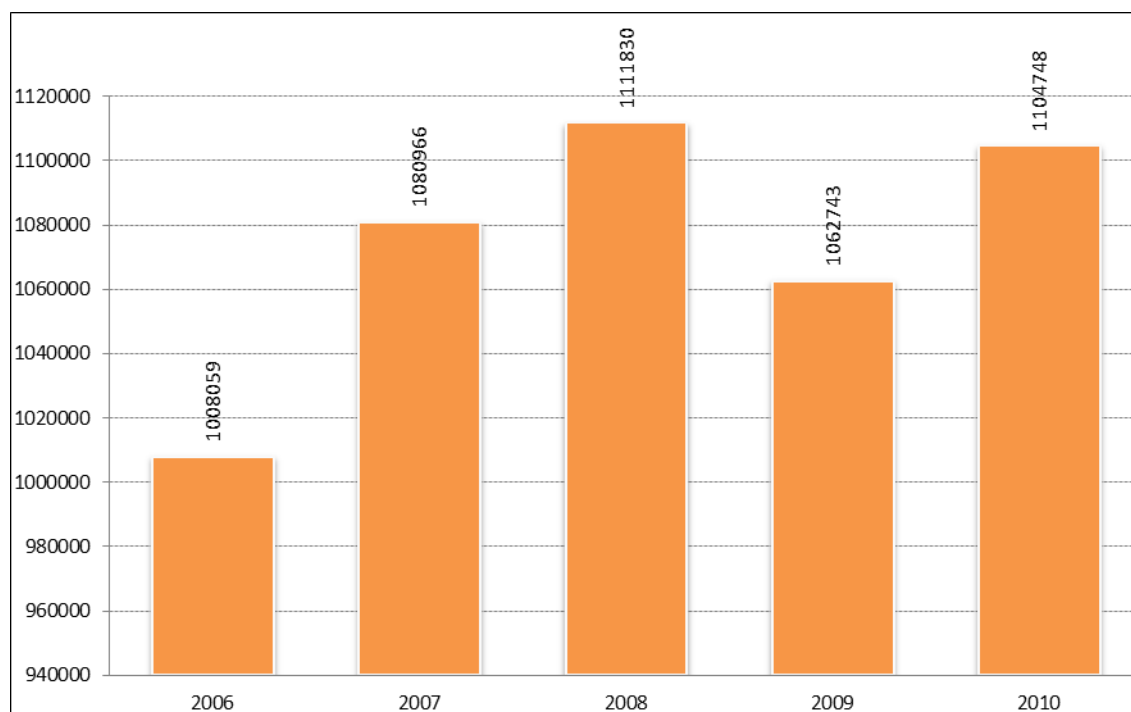


Рис. 2.1. Динаміка виробництва кондитерських виробів в Україні, тон

Джерело: Державна служба статистики України

В процесі свого становлення кондитерський ринок пройшов етап активного поглинання вітчизняних фабрик іноземними компаніями. Так, в 1994 році компанія «Крафт Фудз» придбала Тростянецьку шоколадну фабрику «Україна», в 1998 році один із світових лідерів кондитерського ринку – швейцарська компанія «Нестле» придбала «Львівську кондитерську фабрику «Світоч». Великі вітчизняні компанії

також розширювали масштаби своєї діяльності через купівлю інших кондитерських фабрик. Так, наприклад, кондитерська корпорація «Рошен» придбала Київську, Вінницьку, Маріупольську та Кременчуцьку кондитерські фабрики, а ЗАТ «АВК» – Донецьку, Луганську, Мукачевську та Дніпропетровську. Більш детально аналіз діяльності основних гравців ринку буде зроблено в підрозділі 2.2. Зараз же перейдемо до більш детального розгляду ринку кондитерської продукції в цілому та визначимо тенденції та перспективи його розвитку.

Динаміка обсягу виробництва кондитерської продукції за період 2006-2010 років наведена на рис. 2.1.

Протягом останніх п'яти років обсяг виробництва кондитерської галузі залишається практично незмінним. Єдиним роком, що вирізняється із загальної динаміки ринку, став 2009 рік, в якому відбулось деяке зниження обсягів виробництва, проте вже в 2010 році обсяг виробництва досяг рівня 2008 року, а спад 2009 року зумовлений загальноекономічною кризою 2008-2009 років. Слід також зазначити, що спад в 2009 році був лише на 4,4%, тоді як спад в інших галузях був понад 50% (галузь будівництва, виробництво побутових товарів тощо). Наявні показники динаміки виробництва кондитерської продукції дозволяють говорити про насиченість ринку і малоімовірне його різке зростання протягом найближчих років.

Таблиця 2.1

Виробництво кондитерської продукції за основними товарними групами, за 2006-2010 роки, тон.

№	Вид продукції	Роки				
		2006	2007	2008	2009	2010
1	Борошняні кондитерські вироби	465976	497050	516732	467878	502832
2	Шоколадні кондитерські вироби	302637	328848	346179	330180	351608
3	Кондитерські вироби з цукру	239446	255068	248919	264685	250307
Всього		1008059	1080966	1111830	1062743	1104748

Джерело: Державна служба статистики України

Далі перейдемо до аналізу виробництва основних видів кондитерської продукції у 2006-2010 роках за основними товарними групами. Фактичні показники

наведено в таблиці 2.1, а графічно динаміку зміни частки основних товарних груп наведено на рисунку 2.2. Групування у товарні групи відбувалось на основі кодів номенклатури промислової продукції.

Проте, при майже сталому загальному обсязі виробництва, структура ринку зазнала певних змін. Спостерігається тенденція до зменшення частки кондитерських виробів з вмістом цукру та виробів з борошна з одночасним зростанням частки виробів із вмістом шоколаду. Слід зазначити, що зазначена тенденція могла би бути більш чіткою, якби не кризовий період кінця 2008-2009 року, тому що саме в цей період призупинився ріст частки кондитерських виробів із вмістом шоколаду та збільшилось виробництво виробів із цукру. Вказана нами тенденція до поступового, але сталого зростання частки виробів із вмістом шоколаду свідчить про зростання платоспроможного попиту споживачів і дає підстави зробити припущення, що так буде відбуватись і надалі.

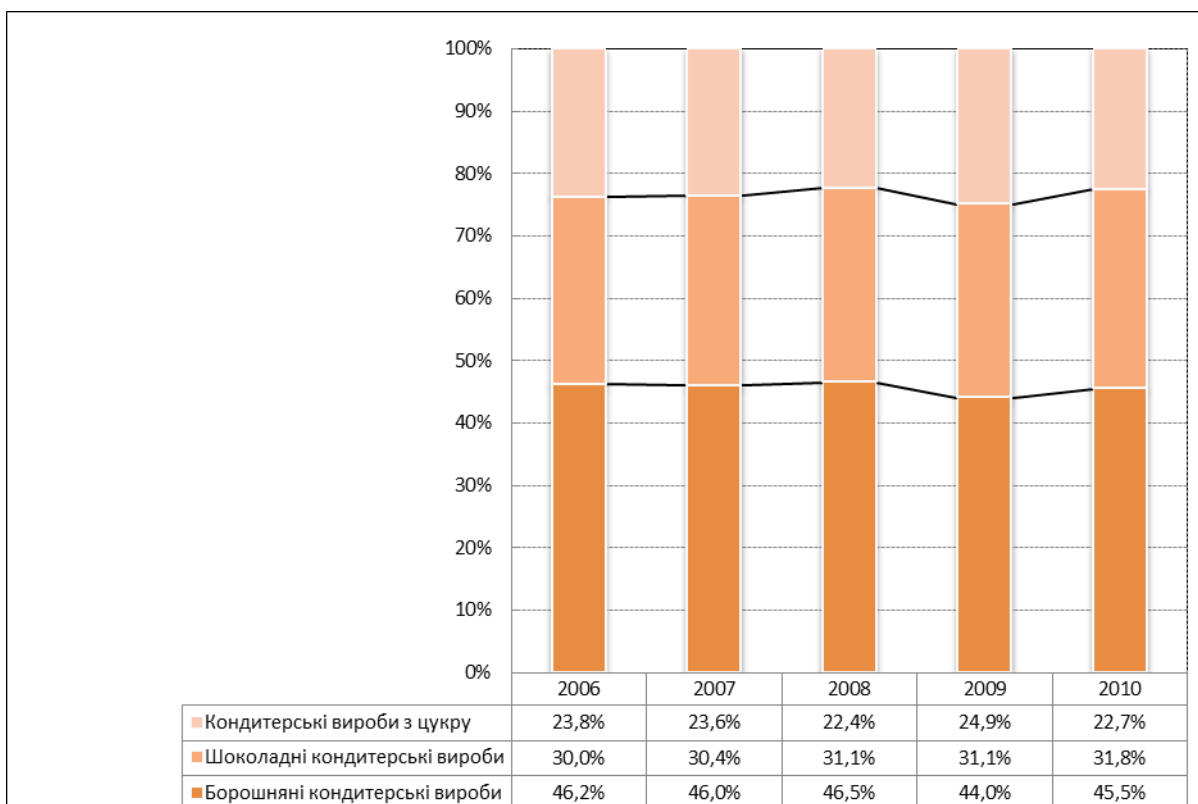


Рис. 2.2 Структура виробництва кондитерських виробів в Україні в розрізі основних товарних груп (в натуральному виразі)

Джерело: Державна служба статистики України

Наступні три рисунки – 2.3-2.6 – характеризують експорт та імпорт

кондитерської продукції. Однією із характерних особливостей розвитку ринку кондитерської галузі, як вже зазначалось, є значна частка експорту. В 2010 році за офіційними даними Держслужби статистики частка експорту склала 37,6%, тобто більше однієї третини виробленої продукції йде на експорт. При цьому частка експорту постійно зростає. Основними напрямками експорту є країни СНД і, зокрема, Російська Федерація, на долю якої припадає близько третини всіх експортних продажів країни, або приблизно дев'ята частина експорту всієї галузі.

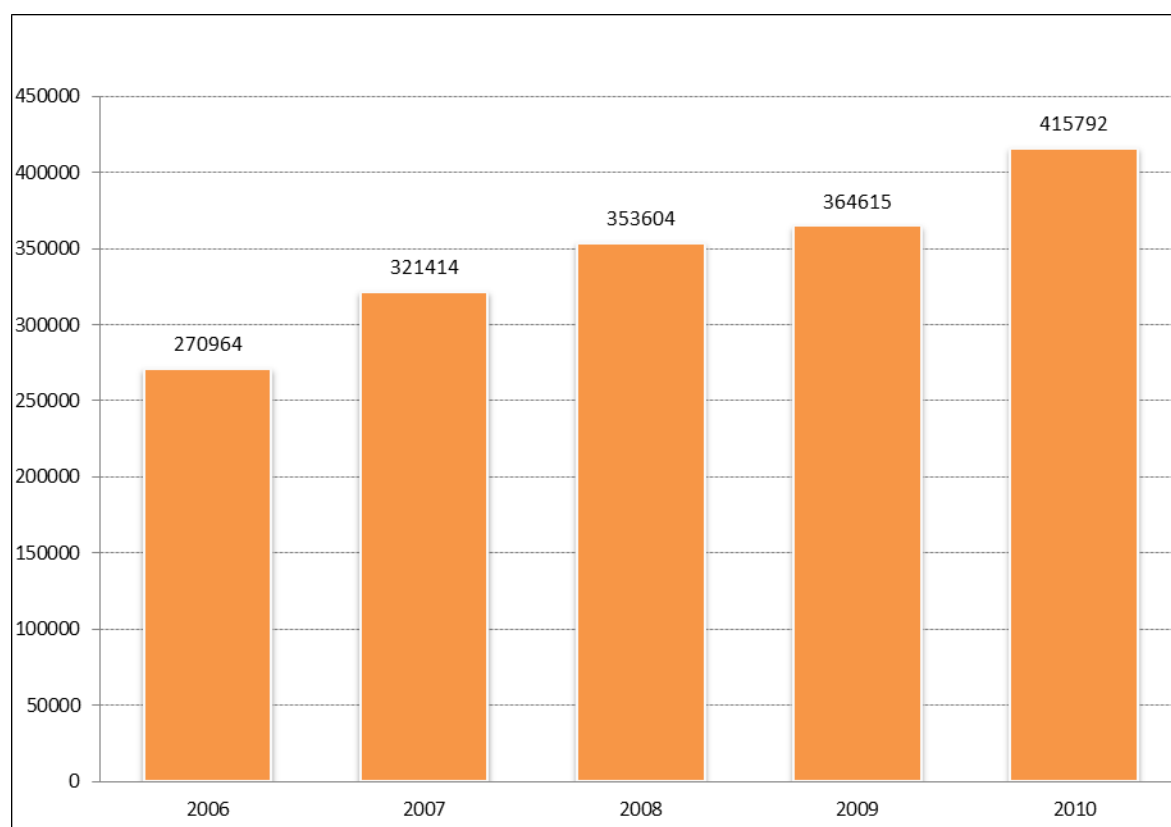


Рис. 2.3 Динаміка експорту кондитерських виробів з України, тон

Джерело: Державна служба статистики України

При практично стабільному обсязі виробництва за останні 5 років обсяг експорту має стійку тенденцію до зростання. Причому, якщо в натуральному вираженні темпи зростання не такі значні, то в грошовому виразі експорт за останні 5 років збільшився в 3,6 рази, особливо відчутно він зріс в 2010 році (на 36%). Це свідчить, з одного боку, про зростання цін на кондитерські вироби за цей період, а з іншого - про зміщення структури експорту на сегмент більш дорогої та якісної продукції (частка шоколадних виробів зросла з 22,6% у 2006 році до 60% у 2010

році). Зростання експорту в 2009 році в грошовому виразі при фактично тих самих обсягах в натуральному виразі пояснюється девальвацією в кінці 2008 року національної валюти більш ніж на 50%, що призвело до автоматичного збільшення експортної виручки у перерахунку на гривні.

Ринки ЄС залишаються практично закритими для вітчизняних виробників солодошів через високі митні ставки (від 50% до 200%), в той час як імпорт з країн ЄС зростає, оскільки, відповідно до вимог СОТ, імпорتنі ставки зменшено до 5-10%. Щодо структури експорту, то, як ми вже зазначали, в ній переважають вироби із вмістом шоколаду, тобто найдорожча товарна група з-поміж кондитерських виробів.

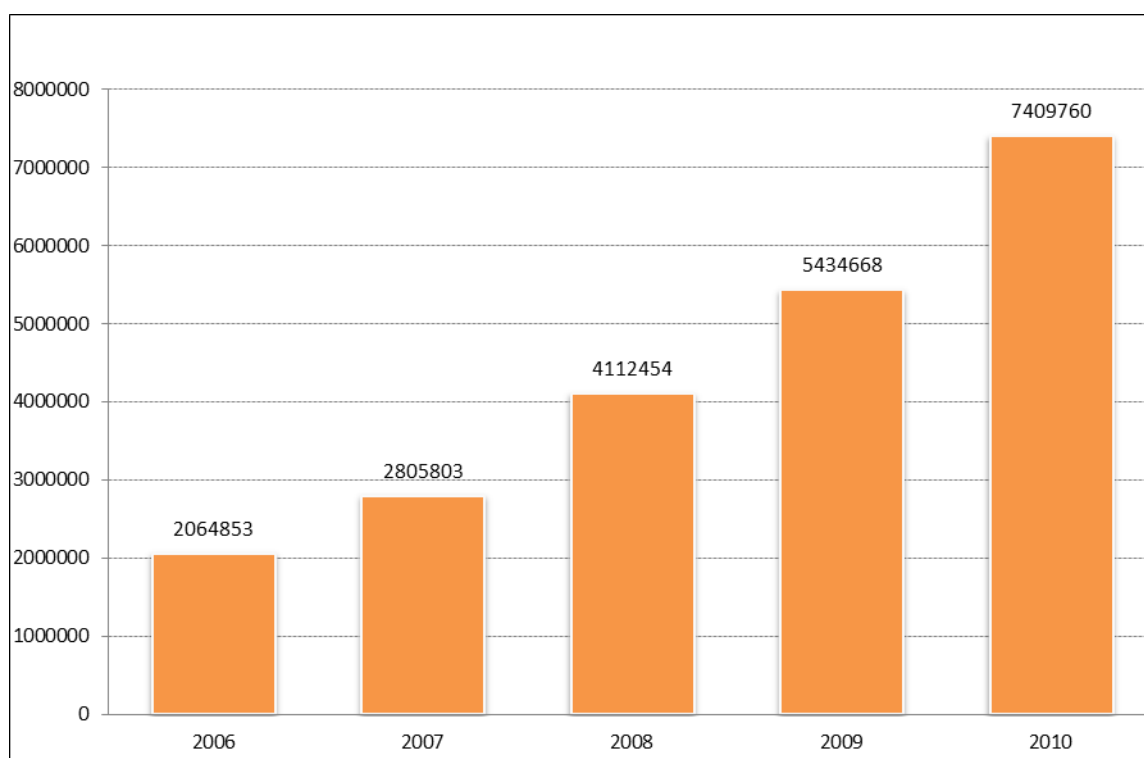


Рис. 2.4 Динаміка експорту кондитерських виробів з України, тис. грн.

Джерело: Державна служба статистики України

Слід зазначити, що з боку Російської Федерації постійно ініціюються антидемпінгові розслідування стосовно імпорту кондитерської продукції українських підприємств (тобто експорту, якщо розглядати з точки зору українських підприємств). Крім того, враховуючи, що в рамках Митного союзу Російської Федерації, Білорусії та Казахстану рух товарів між учасниками союзу є вільним, це

буде призводити до збільшення торгівлі серед учасників союзу та витіснення з їх ринку імпоротної продукції.

За такої ситуації важливого значення для стабільної роботи підприємств кондитерської галузі набуває пошук шляхів виходу на нові ринку збуту, тобто диверсифікація діяльності за географічною ознакою. При цьому під диверсифікацією за географічною ознакою ми розуміємо створення власних виробничих потужностей в інших країнах, що дозволить уникнути протекціоністських заходів урядів інших країн щодо вітчизняної кондитерської продукції. Серед вітчизняних підприємств кондитерська корпорація «Рошен» та виробниче об'єднання «Конті» мають власні фабрики за межами України, інші фірми мають офіційних торгових представників в інших країнах.

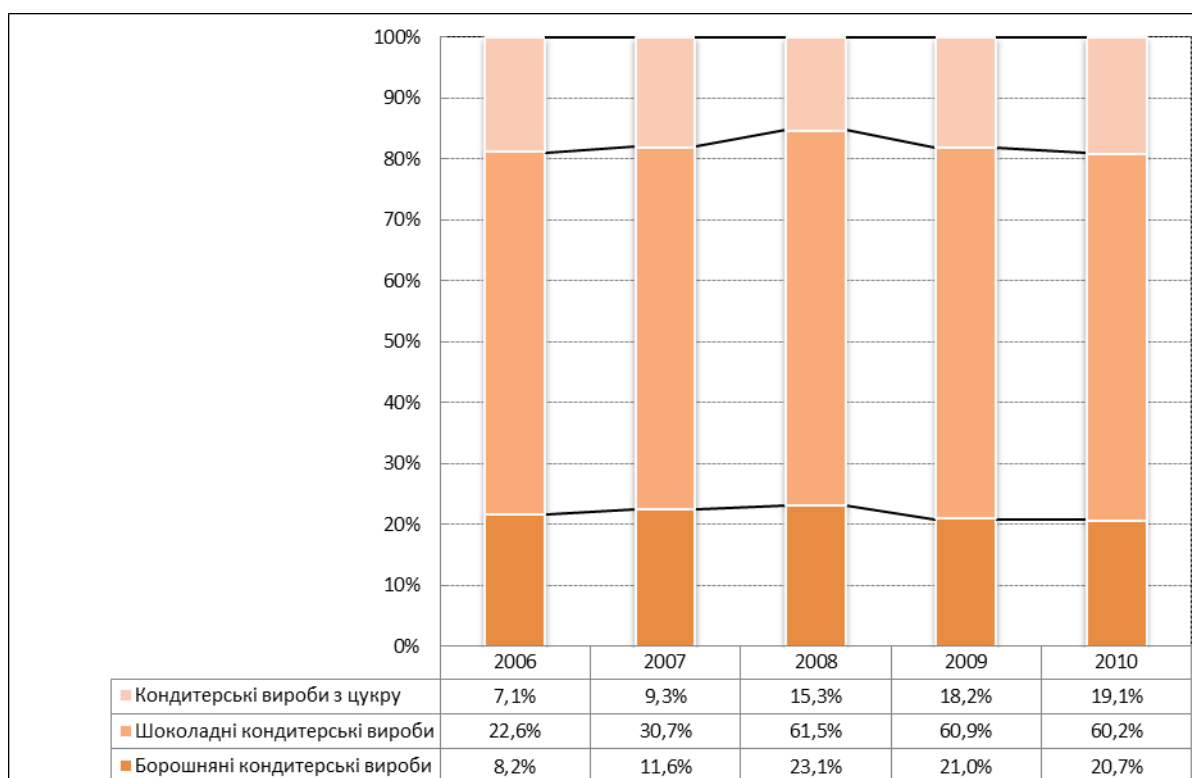


Рис. 2.5 Структура експорту кондитерських виробів в розрізі основних товарних груп

Джерело: Державна служба статистики України

Основними країнами-імпортерами кондитерської продукції є Російська Федерація, Туреччина та Польща. В структурі імпорту також переважають вироби із вмістом шоколаду, проте їх частка постійно знижується з 70,3% у 2006 році до 62,2% у 2010 році, при цьому зростає частка виробів із вмістом цукру – з 5,3% у

2006 році до 17,2% у 2010 році. Зменшення в імпорті частки виробів із шоколаду, в першу чергу, зумовлена налагодженням виробництва аналогічної продукції українськими кондитерськими фабриками.

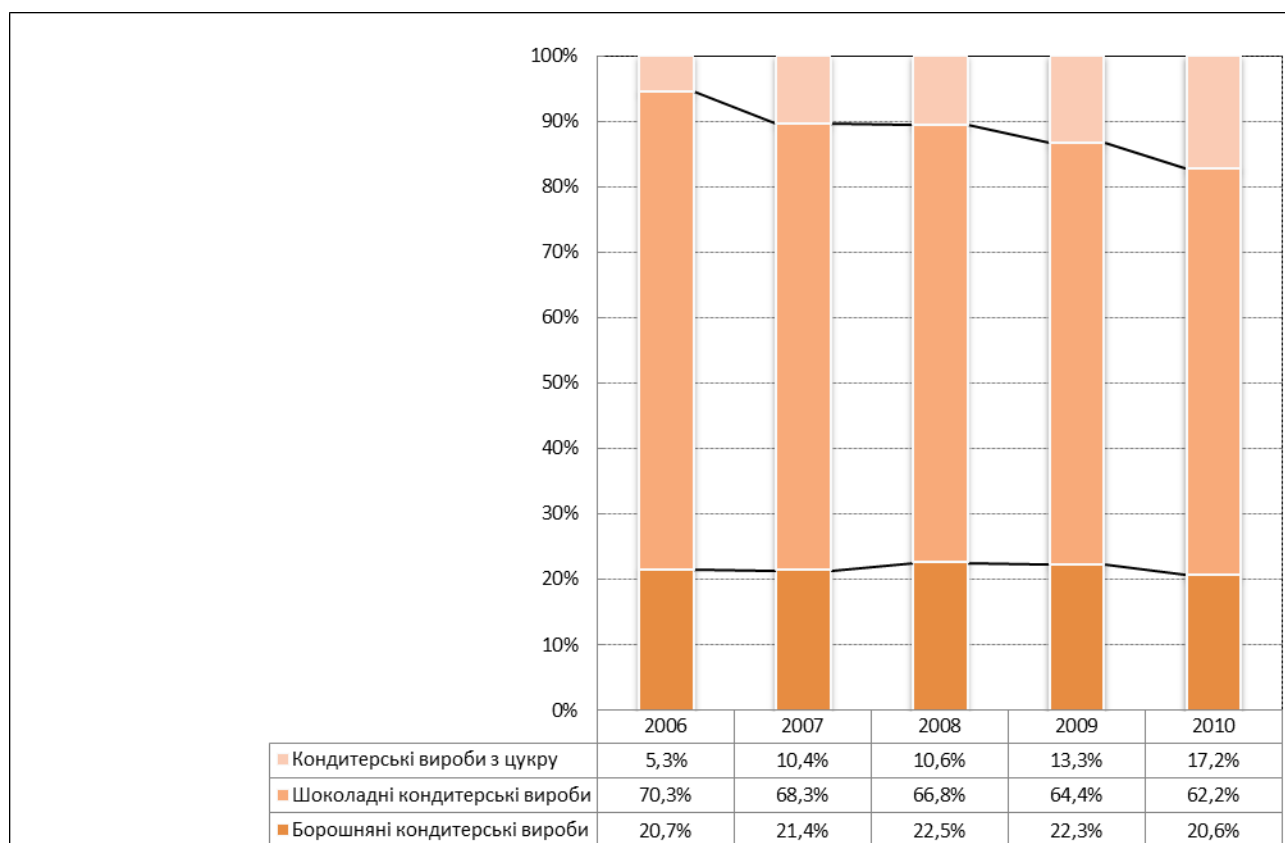


Рис. 2.6 Структура імпорту кондитерських виробів в Україну в розрізі основних товарних груп (в грошовому виразі)

Джерело: Державна служба статистики України

За результатами дослідження обсягів виробництва, експорту та імпорту кондитерської продукції складено баланс кондитерського ринку України (табл. 2.2). Обсяги виробництва перевищують обсяги внутрішнього споживання, що є ще одним підтвердженням значної експортної орієнтації та, певною мірою, експортної залежності вітчизняного кондитерського ринку. В досліджуваному періоді спостерігається чітка тенденція до зростання частки експорту. Місткість внутрішнього ринку не дозволяє значно збільшувати обсяги реалізації продукції, а отже і обсяги виробництва, тому компанії для забезпечення реалізації зростаючих обсягів виробництва кондитерської продукції змушені шукати нові ринки збуту.

Зменшення внутрішнього споживання в 2009 році можна пояснити впливом економічної кризи, яка звузила платоспроможний попит та примусила деяких

споживачів відмовитися від споживання солодоців, оскільки солодоці не відносяться до товарів першої необхідності, і попит на них є еластичним по ціні.

Таблиця 2.2

Баланс українського ринку кондитерських виробів (в натуральному виразі), тон

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Виробництво</b>	<b>1008058,7</b>	<b>1080965,8</b>	<b>1111829,6</b>	<b>1062742,6</b>	<b>1104748,0</b>
Борошняні кондитерські вироби	465976	497050	516732	467878	502832
Шоколадні кондитерські вироби	302637	328848	346179	330180	351608
Кондитерські вироби з цукру	239446	255068	248919	264685	250307
<b>Експорт</b>	<b>270964</b>	<b>321414</b>	<b>353604</b>	<b>364615</b>	<b>415792</b>
Борошняні кондитерські вироби	78340	97167	112750	105681	123513
Шоколадні кондитерські вироби	124776	145448	167557	171104	192798
Кондитерські вироби з цукру	67848	78799	73297	87830	99481
<b>Імпорт</b>	<b>35966</b>	<b>44447</b>	<b>51193</b>	<b>33167</b>	<b>52873</b>
Борошняні кондитерські вироби	9743	12986	15147	8808	12081
Шоколадні кондитерські вироби	23308	27572	30494	20020	28697
Кондитерські вироби з цукру	2914	3889	5552	4340	12095
<b>Обсяг ринку (Споживання)</b>	<b>773061</b>	<b>803999</b>	<b>809419</b>	<b>731295</b>	<b>741829</b>
Борошняні кондитерські вироби	397380	412868	419130	371005	391400
Шоколадні кондитерські вироби	201170	210973	209116	179096	187508
Кондитерські вироби з цукру	174511	180158	181174	181195	162922
<b>Доля імпорту в споживанні</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,1%</b>
Борошняні кондитерські вироби	2,5%	3,1%	3,6%	2,4%	3,1%
Шоколадні кондитерські вироби	11,6%	13,1%	14,6%	11,2%	15,3%
Кондитерські вироби з цукру	1,7%	2,2%	3,1%	2,4%	7,4%
<b>Доля експорту в виробництві</b>	<b>26,9%</b>	<b>29,7%</b>	<b>31,8%</b>	<b>34,3%</b>	<b>37,6%</b>
Борошняні кондитерські вироби	16,8%	19,5%	21,8%	22,6%	24,6%
Шоколадні кондитерські вироби	41,2%	44,2%	48,4%	51,8%	54,8%
Кондитерські вироби з цукру	28,3%	30,9%	29,4%	33,2%	39,7%

Джерело: Розраховано автором за даними Державної служба статистики України

Різке падіння імпорту в 2009 році також зумовлено кризою 2008-2009 років, а

саме знеціненню української валюти, що призвело до підвищення цін імпортової продукції на 50 та більше відсотків.

Одним із факторів, який дозволив кондитерській галузі залишити обсяг виробництва у кризовий 2009 рік практично на рівні 2008 року, стало зростання експорту (на 3,1%) та падіння імпорту (35,2%) в цей період. В результаті чого споживання в 2009 році зменшилося на 9,7%, а обсяги виробництва - лише на 4,4%.

Серед основних факторів, що впливають на кондитерський ринок, в першу чергу слід назвати рівень цін на основну сировину. До основної сировини, що використовується кондитерськими підприємствами, належать цукор та какао-боби, а частка сировини в собівартості продукції складає 75-90%, тому при зміні ціни на сировину виробники змушені змінювати ціну на свою продукцію.

Одним з двох головних сировинних ресурсів для підприємств кондитерської галузі є цукор. Кондитерська галузь споживає близько 30% виробленого в Україні цукру. Тому значні коливання ціни на цукор, що спостерігалися на початку 2010 року, призвели до зростання цін на кондитерську продукцію. На сьогоднішній день Україна виробляє достатньо цукру, щоб забезпечити свій внутрішній попит, тому експерти не бачать причин для різкого зростання цін на даний продукт.

Для того, щоб захистити себе від різких коливань цін на цукор, три українські виробники – кондитерська корпорація «Рошен», корпорація «Бісквіт-Шоколад» та компанія «Житомирські ласощі» - мають в своєму складі власні цукрові заводи.

Іншою головною сировиною для кондитерської галузі є какао-боби, які Україна повністю імпортує. Головні країни-експортери какао-бобів в світі це Кот-Д'Івуар та Гана, основна країна експортер готової какао-маси – Естонія. Слід пояснити, що в чистому вигляді какао-боби в кондитерській галузі не використовуються, вони є сировиною для виробництва какао-маси. І саме Естонія є одним із найбільших європейських виробників какао-маси. Динаміка коливання цін на какао-боби останнім часом також є досить нестійкою, на неї особливо впливає політична нестабільність у Кот-Д'Івуарі та загроза введення мораторію на їх експорт, яка періодично виникає у зв'язку з можливими військовими діями в країні.

За результатами аналізу сформовано висновок, що, не дивлячись на зростаючі показники виробництва та експорту кондитерської продукції, кондитерська галузь в цілому залишається в скрутному становищі. Так, одночасно з розвитком одних фабрик відбувається занепад інших, зокрема дрібні виробники – Запорізька кондитерська фабрика, Хмельницька кондитерська фабрика та ін.. – зупиняють свою діяльність.

Зростання експорту, в першу чергу, забезпечується компаніями-лідерами ринку, тоді як менші підприємства змушені поступово скорочувати виробництво. Так, наприклад, у 2010 році внесок кондитерської корпорації «Рошен» у зростання загального експорту (у вартісному вираженні) становив 43,4%, а внесок п'яти досліджуваних компаній – 92,6%. Таким чином, на решту компаній (яких близько 650) припадає лише 7,4% у загальній величині зростання експорту.

Проаналізувавши динаміку та тенденції розвитку кондитерської галузі України, виокремивши основні фактори, що на неї впливають, можна зробити висновок, що недостатня її розвиненість зумовлена наступними чинниками:

- невисокий внутрішній попит та обмеженість внутрішнього ринку, що зумовлено недостатньою купівельною спроможністю переважної більшості споживачів;
- часткова відсутність власної сировинної бази, зокрема, Україна повністю імпортує какао-масу, яка є основним сировинним ресурсом для виробництва шоколаду;
- нестабільне фінансове становище частини підприємств кондитерської галузі, важкодоступність отримання кредитних ресурсів та висока їх вартість (для більшості підприємств);
- важкодоступність нового сучасного обладнання через високу вартість оновлення існуючих основних фондів. Крім цього, Україна практично не виробляє обладнання для кондитерської галузі, тому компанії змушені його купувати за кордоном;

- нестабільність розвитку зовнішнього економічного середовища, що впливає на рівень купівельної спроможності споживачів, курс національної валюти тощо.

Одним із можливих шляхів активізації розвитку кондитерських підприємств може стати їх орієнтація на впровадження інноваційних рішень як у виробничу, так і в фінансову діяльність. Активізація заміни старого обладнання на нове, високотехнологічне, може бути стимульована шляхом надання певних податкових пільг, наприклад, зменшення ставок імпорتنих мит на таке обладнання. Іншим шляхом може бути підвищення рівня корпоративного управління на потужних кондитерських підприємствах та вихід їх на міжнародні фондові ринки з метою залучення дешевих ресурсів для фінансування свого подальшого розвитку. Тому, що саме нестача фінансових ресурсів виступає головним стримуючим фактором розвитку кондитерських підприємств.

Таким чином, можна виділити основні напрями активізації розвитку кондитерських підприємств України:

- залучення іноземних інвесторів та кредитних ресурсів для стимулювання розширення діяльності підприємств, зокрема, на основі впровадження інноваційних технологій;

- створення та закріплення на законодавчому рівні стимулів провадження стратегії інноваційного розвитку, в тому числі через розробку механізмів здешевлення кредитних ресурсів, що залучаються на цілі закупки сучасного, високотехнологічного обладнання;

- відновлення сталих зв'язків між підприємствами та науковими установами з метою впровадження найсучасніших розробок у виробничий процес.

Таким чином, ми можемо констатувати, що, не дивлячись на певні позитивні зрушення у розвитку вітчизняних кондитерських підприємств, існує ряд проблемних питань, що негативно впливають на перспективи розвитку українських кондитерських підприємств.

По-перше, це технологічна відсталість обладнання багатьох українських кондитерських фабрик, особливо фабрик регіонального масштабу, від сучасних

стандартів. За такої ситуації дуже важко впроваджувати виробництво нових видів продукції, тобто диверсифікувати свою діяльність, та гідно конкурувати з продукцією, що імпортується. Проте слід зазначити, що в останні роки лідери ринку почали оновлювати своє обладнання, проте фінансова криза 2008-2009 років частково призупинила цей процес.

По-друге, відсутність достатньої кількості фінансових ресурсів для забезпечення потреб розвитку кондитерських підприємств. Основними джерелами фінансування діяльності кондитерських підприємств залишаються власні кошти та кошти власників. Банківське фінансування, через високу вартість, є важко-доступним для більшості кондитерських підприємств.

По-третє, як ми вже зазначали, порушилися зв'язки по лінії виробництво-наука. Через недостатність фінансових ресурсів кондитерські підприємства меншою мірою фінансують фундаментальні наукові розробки у кондитерській галузі. Лише крупні компанії проводять власні практичні дослідження, як правило, на власній виробничій базі. Тоді як підтримка саме фундаментальних досліджень, в тому числі і з боку держави, могла б дати поштовх розвитку всієї кондитерської промисловості.

По-четверте, за умов обмеженого обсягу внутрішнього ринку та ще не досить диверсифікованих закордонних ринків збуту, вітчизняні кондитерські підприємства великою мірою є залежними від основних імпортерів їх продукції – Російська Федерація, Білорусь, Казахстан. Уряди цих країн, в свою чергу, з метою захисту власних ринків регулярно проводять антидемпінгові розслідування щодо української кондитерської продукції.

За таких особливостей розвитку ринку українські підприємства пережили процеси трансформації та реорганізації, кризи у національній економіці та кондитерській галузі зокрема, проте зараз підприємства починають знову активно розширювати свою діяльність – модернізувати обладнання, оновлювати асортимент продукції, виходити на зовнішні ринки збуту.

## 2.2. Внутрішні мотиви формування стратегії диверсифікації підприємствами-лідерами кондитерського ринку України

Для аналізу ринку диверсифікованої продукції та визначення ступеня диверсифікованості використано дані п'яти підприємств – лідерів кондитерської галузі України, продукція яких найбільш відома споживачам і користується попитом – це кондитерська корпорація «Рошен», ЗАТ «АВК», виробниче об'єднання «Конті», корпорація «Бісквіт-Шоколад», ЗАТ «Житомирські Ласощі».

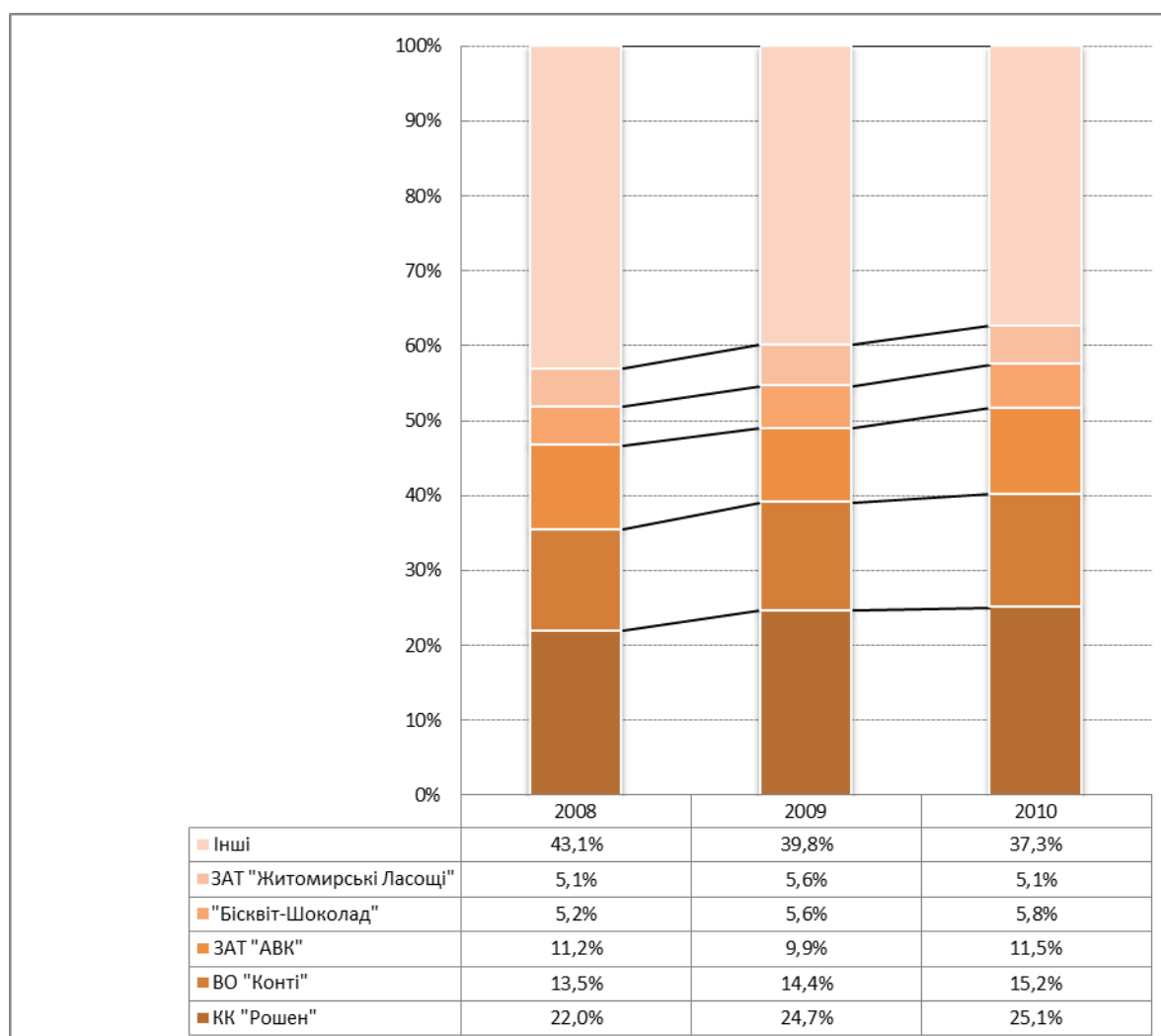


Рис. 2.7 Структура виробництва кондитерських виробів в Україні в розрізі основних компаній-виробників

Джерело: Розраховано автором за даними Державної служби статистики України

Структура українського ринку кондитерських виробів в розрізі основних виробників, наведена на рисунку 2.7. На ринку є три компанії-лідери – кондитерська корпорація «Рошен», виробниче об'єднання «Конті» та ЗАТ «АВК». При цьому дві з

них, а саме кондитерська корпорація «Рошен» та виробниче об'єднання «Конті», мають стабільно позитивну динаміку збільшення частки ринку. Компанія «АВК», в свою чергу, мала спад виробництва в 2009 році, що зумовлено орієнтацією компанії на більш дорогий сегмент ринку кондитерських виробів, а саме цей сегмент найбільш постраждав від кризи 2008-2009 років. Зменшення частки ринку компанії «Житомирські Ласоці» у 2010 році пояснюється як економічними факторами – менш агресивною рекламною компанією, ніж у лідерів ринку, які свої частки збільшили, та меншою збутовою мережею, так і неекономічними – конфліктом акціонерів, який негативно вплинув на виробничий процес компанії.

Таблиця 2.3

Виробництво кондитерських виробів в розрізі основних компаній виробників,

тон

№	Компанія-виробник	Роки				
		2006	2007	2008	2009	2010
1	КК "Рошен"	210708	230559	244297	262135	276881
2	ВО "Конті"	131913	137702	149954	153342	167689
3	ЗАТ "АВК"	103954	119059	125014	105565	126973
4	"Бісквіт-Шоколад"	56941	58628	57439	59508	64112
5	ЗАТ "Житомирські Ласоці"	42469	49425	56461	59059	56553
Всього		1008059	1080966	1111830	1062743	1104748

Джерело: Розрахунок автора за даними Державної служби статистики України

Абсолютні показники обсягу виробництва продукції лідерами ринку наведені в таблиці 2.3. Всі досліджувані компанії збільшили власні обсяги виробництва. Найбільше відносно зростання обсягів виробництва відбулось у компанії «Житомирські Ласоці» і становило 33,2%.

Суттєво доповнюють аналіз становища компаній-лідерів кондитерського ринку України дані про обсяги експорту (рис. 2.8 та табл. 2.4). Як вже зазначалось, через обмеженість внутрішнього ринку галузь є досить експортноорієнтовною та експортнозалежною. Так, кондитерська корпорація «Рошен», виробниче об'єднання

«Конті» та ЗАТ «АВК» є лідерами за обсягом експорту, на їх частку припадає 76,6% від загального експорту галузі. При цьому динаміка зростання експорту у цих трьох компаній є значно вищою, ніж у корпорації «Бісквіт-Шоколад» та ЗАТ «Житомирські Ласощі». Наприклад, у компанії «Рошен» експорт у грошовому виразі з 2006 по 2010 рік зріс у 4,6 рази, тоді як експорт компанії «Житомирські Ласощі» зріс лише у 2,5 рази. Це пояснюється, зокрема, наявністю власних представництв у компанії «Рошен» та «АВК» в головних країнах-експортерах.

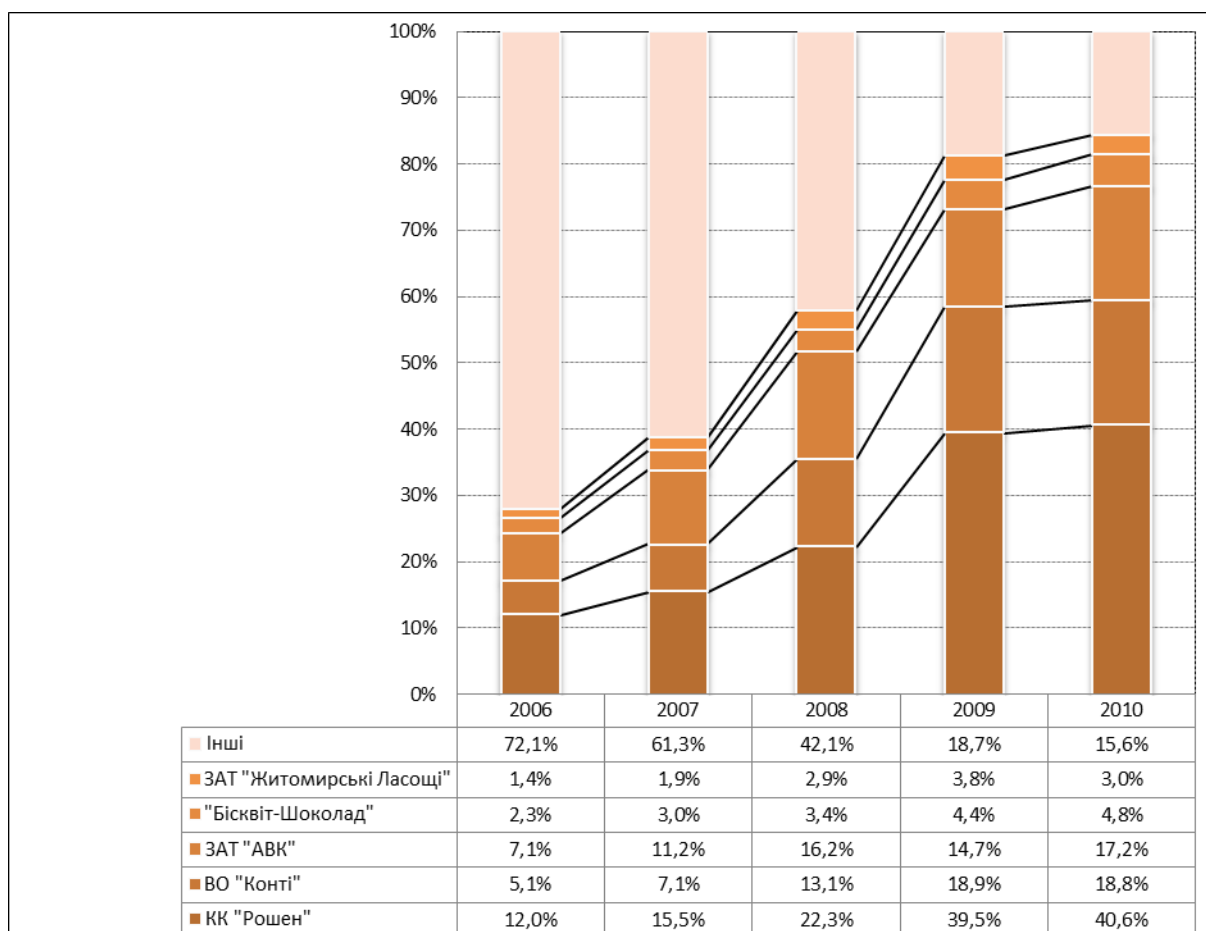


Рис. 2.8 Структура експорту кондитерських виробів в розрізі основних компаній-експортерів

Джерело: Розраховано автором за даними Державної служби статистики України

Окремо слід підкреслити той факт що, експорт у вартісному виразі за темпами зростання значно переважає зростання обсягу експорту у натуральному виразі.

Кондитерська корпорація «Рошен» є беззаперечним лідером кондитерського ринку. При цьому вона нарощує свою перевагу перед іншими фірмами. До складу корпорації входять 6 кондитерських фабрик: в Україні – Київська, Вінницька,

Маріупольська і Кременчуцька, а також Липецька фабрика в Росії (з 2001 року) і Клайпедська – в Литві (з 2006 року). Також до складу корпорації входять масломолочний комбінат «Бершадьмолоко» та «Літинський племзавод», які забезпечують фабрики корпорації сировиною.

Таблиця 2.4

## Експорт кондитерських виробів в розрізі основних компаній-експортерів

Компанія-експортер	Роки									
	2006		2007		2008		2009		2010	
	тон	тис.грн	тон	тис.грн	тон	тис.грн	тон	тис.грн	тон	тис.грн
КК "Рошен"	69971	652194	82933	840148	93306	1210331	122036	2148230	145260	3005653
ВО "Конті"	39935	276710	47461	386947	61814	709462	69791	1027387	82240	1392412
ЗАТ "АВК"	43445	383935	55440	610446	59815	878527	46464	796536	64127	1271010
Бісквіт-Шоколад	17670	126265	20290	162987	19165	186907	19601	237147	25377	352271
ЗАТ "Житомирські Ласощі"	12115	76741	14413	102451	16902	158036	19370	209057	17133	225160
Інші	87828	549008	100878	702824	102602	969189	87353	1016310	81654	1163255
Всього	270964	2064853	321414	2805803	353604	4112454	364615	5434668	415792	7409760

Джерело: Розраховано автором за даними Державної служби статистики України

Тепер розглянемо кожну із цих компаній більш детально.

Під власним брендом «Рошен» виробляється до 200 видів цукерок, шоколаду, карамелі, печива, вафель, мармеладу і тортів, серед них: торти «Київський», «Трильяхний», «Капучіно», «Трюфельний», «Золотий Ключик», шоколад «Чайка», цукерки «Київ вечірній», «Білочка», «Ліщина», елітний шоколад Roshen Classic, шоколадні цукерки «Барокко», «Ренуар», «Версаль», «Вар'єте», «Шоколадна колекція», «Рококо», «GRAND Toffy», «Konafetto», карамель «Еклер», желеино-пектинові цукерки «Боні-Фрут», бісквітні рулети з різноманітними начинками, печиво «Тортінка», «Панночки», «Есмеральда», «Джуліанна», «До кави», оновлені вафлі «Артек» і зовсім нові «Неаполітанки» і «Кріспікі».

Для покращення умов зберігання сировини та готової продукції, для оптимізації поставок продукції та мінімізації затримок продукції на складі Корпорація ввела в експлуатацію власний логістичний центр – ТОВ «Розподільчий

Центр “Плюс” (м.Яготин, Україна). Загальна місткість логістичного центру до 45 тис. тон, з них 20-25 тис. тон продукції і 20 тис. тон сировини.

У натуральному вираженні виробництво кондитерських виробів в 2010 році зросло на 6,9 % і досягло 276 900 тон.

Продукція корпорації експортується до Росії, Казахстану, Узбекистану, Киргизстану, Азербайджану, Вірменії, Молдови, Естонії, Латвії, Литви, США, Канади, Німеччини, Ізраїлю та інших країн.

Корпорація «Рошен» постійно створює чимало нових виробів. Новинками 2010 року стали: пористий шоколад Рошен, шоколад Рошен із цілими лісовими горіхами; серія цукерок в коробках, “Суфле Рошен”, цукерки “Candy nut”, “Нуга Рошен”, “Сливки-Ленивки”, карамель “Фру-Стик”.

Навесні 2010 року розпочалося будівництво нової кондитерської фабрики «Рошен» у Вінниці, яка буде базовим підприємством корпорації. Наприкінці грудня 2010 року завершився 1-ий етап будівельних робіт - зведення залізобетонного каркасу будівлі фабрики, а також була запущена силова підстанція потужністю 25 МВт, яка забезпечить підприємство електроенергією. Також у вересні 2010 року корпорація «Рошен» оголосила про плани побудувати в Росії до 2016 року ще одну фабрику і склад за 250 мільйонів доларів США.

Основним фактором, що дозволяє цій компанії утримувати лідерство, є активна політика розширення асортименту продукції. Також компанія, одна із не багатьох, має власні фабрики в Росії та Литві, що дозволяє їй уникати проблем, пов’язаних із збільшенням імпорتنих мит на кондитерську продукцію українського виробництва на російському ринку, та дозволяє вийти на ринки Латвії та Естонії. Також Корпорація планує відкриття ще однієї фабрики на території Росії, щоб посилювати свої позиції на цьому ринку, оскільки ринок Росії є більш містким, ніж український. Про орієнтацію на зовнішні ринки збуту говорить і той факт, що корпорація «Рошен» займає 40% від загальних експортних продажів виробників кондитерської продукції України.

Таблиця 2.5

Динаміка випуску кондитерської продукції кондитерською корпорацією «Рошен» у 2005-2010 роках, тон.

Вид продукції	Роки				
	2006	2007	2008	2009	2010
Торти	6 101	7 038	6 708	5 871	5 780
Пряники і бісквіти	4 007	4 428	4 215	2 983	2 634
Печиво і вафлі солодкі	36 574	35 222	37 574	37 459	45 745
Печиво сухе (галети, крекери)	14 963	16 982	13 487	13 418	19 000
Шоколад і шоколадні вироби в плитках, батончиках, пластинах	8 650	11 966	11 947	13 450	14 501
Шоколадні цукерки	37 454	39 311	46 270	46 337	58 098
Шоколадні вироби інші	113	106	50	167	858
Вироби цукрові з какао	19 151	14 244	14 455	13 686	11 296
Шоколад білий	0	0	0	0	429
Вироби, покриті цукром; вироби кондитерські з желе	16 481	17 485	19 658	28 053	26 190
Цукерки варені; карамелі та солодощі аналогічні	67 214	83 777	89 933	100 711	92 350
Всього	210 708	230 559	244 297	262 135	276 881

Джерело: Агенція промислових новин.

Як свідчать дані таблиці 2.5, корпорація «Рошен» має стійку тенденцію до збільшення випуску продукції. Середній темп зростання виробництва в період 2006-2010 років склав 7%. Основними номенклатурними групами компанії є цукерки (як шоколадні, так і варені та карамельні) та печиво. Проте, незважаючи на стабільне зростання виробництва, 2009 кризовий рік все ж вніс деякі корективи у виробництво компанії. Так, у 2009 році спостерігається стагнація виробництва шоколадних цукерок при різкому зростанні виробництва інших цукерок, тоді як в 2010 році виробництво шоколадних цукерок продовжило ріст, а інших зменшилось. Цей факт свідчить, що в 2009 році, враховуючи економічну ситуацію в країні, покупці частково замінили споживання дорожчих шоколадних цукерок споживанням дешевших варених та карамельних.

Відзначені тенденції наочно зображені на рисунку 2.9.

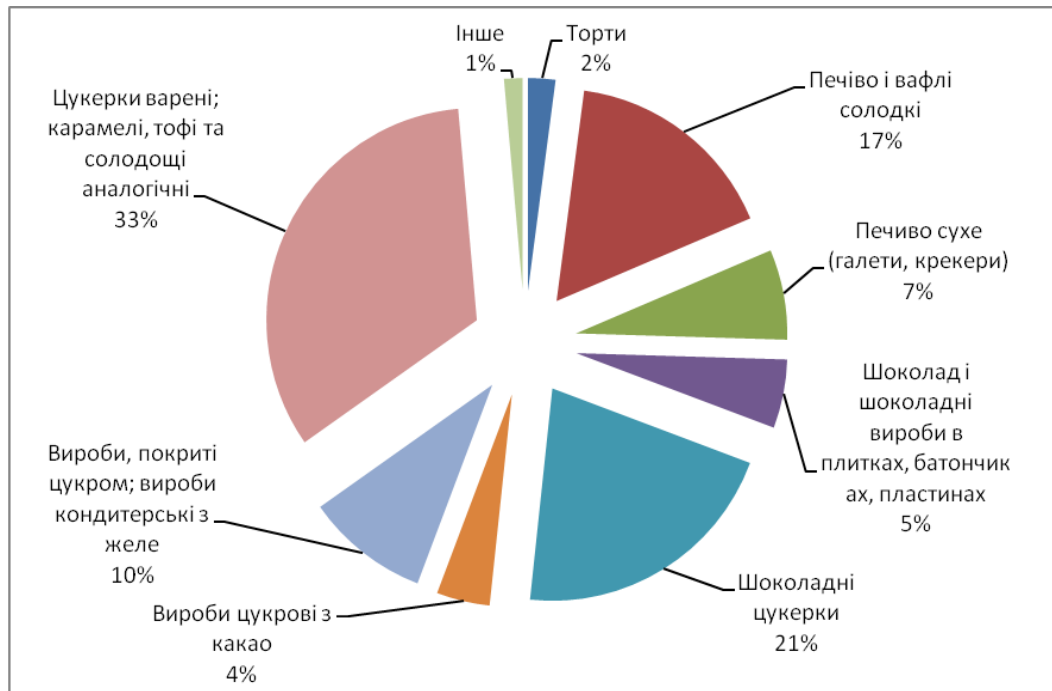


Рис. 2.9 Товарно-асортиментна структура виробництва кондитерської корпорації «Рошен» в 2010 році (у натуральному вираженні)

Джерело: Агенція промислових новин

Виробниче об'єднання «Конті» було засноване в 1997 році як ЗАТ «Київ-КОНТІ». В 2006 році назва змінилася на ЗАТ ВО «КОНТІ». На сьогодні компанія обрала стратегію розвитку як міжнародної кондитерської компанії та проводить рекламну компанію по зміні брэнда «Конті» українською мовою на «KonTi» англійською мовою. Структура групи наступна: ЗАТ «Виробниче об'єднання «Конті» та ЗАТ «Конті-Рус». Виробничі активи Групи «Конті» складають наступні фабрики: Донецька, Констянтинівська, Горлівська кондитерські фабрики – в Україні і Курська фабрика – в Росії (з 2004 року).

Також компанія має логістичні центри в м. Макіївка Донецької обл. та в Російській Федерації (м. Курськ).

В асортименті виробів компанії - шоколадні цукерки, печиво, десерти, шоколадно-вафельні торти, батончики, вафлі, карамель, драже, мармелад, крекер (серед найбільш відомих ТМ – “AMOUR” (“Dolci”, шоколадна плитка “AMOUR”, шоколадні цукерки “Esfero”, горіхи в шоколаді “AMOUR”), “Bonjour”-десерт, “Супер-Контік”, “Беліссимо”, “Мелодика”, “Мамулін торт”, “Biskonti”, “Джек”, “Конті Тофіта” і “Золота Лілія”.

Група експортує свою продукцію в 15 країн світу (основні напрямки експорту країни Азії та Європи).

Виробниче об'єднання «Конті» в 2010 році збільшило об'єм реалізації продукції на 27% до 167 689 тон (або 3,9 млрд. грн.).

Таблиця 2.6

Випуск кондитерської продукції виробничим об'єднанням «Конті» у 2005-2010 роках, тон.

Вид продукції	Роки				
	2006	2007	2008	2009	2010
Пряники і бісквіти	0	0	4 248	4 363	4 929
Печиво і вафлі солодкі	83 395	88 439	90 498	87 653	96 487
Шоколад і шоколадні вироби в плитках, батончиках, пластинах	0	1 488	3 533	2 885	3 684
Шоколадні цукерки	28 587	30 893	36 360	43 146	46 695
Вироби, покриті цукром; вироби кондитерські з желе	1 195	1 202	875	684	635
Цукерки варені; карамелі, тофі та солодоші аналогічні	16 559	13 822	11 984	12 068	12 219
Драже	2 177	1 858	2 456	2 543	3 040
Всього	131 913	137 702	149 954	153 342	167 689

Джерело: Агенція промислових новин

Так само, як і у корпорації «Рошен», у групи «Конті» прослідковується чітка тенденція до зростання обсягу виробництва, середній темп зростання становить 6%. З даних таблиці 2.6 видно, що діяльність «Конті» є менш товарно диверсифікованою ніж у корпорації «Рошен». Всього фабрики групи компаній «Конті» виробляють 7 різних товарно-асортиментних груп. Проте частка виробництва чотирьох з товарно-асортиментних груп є суттєво меншою, ніж частка інших трьох. Основним видом продукції протягом всього досліджуваного періоду залишається виробництво печива та вафлів. Частка цієї номенклатурно-товарної групи складає понад 55% у загальній структурі виробництва компанії, зокрема, найбільш відома продукція випускається під брендом «Супер Контік». При цьому слід зауважити, що, якщо аналізувати структуру виробництва у грошову виразі, то на групу «печиво та вафлі» припадає 40% загального обсягу виробництва у вартісних показниках. Проте, навіть

за такої концентрації виробництва на одній із товарних груп, ми можемо говорити про наявність певного рівня продуктово-асортиментної диверсифікації. Це пояснюється тим, що наступна за обсягом виробництва товарна група, часта якої становить 28%, - це шоколадні цукерки. А споживачі шоколадних цукерок та споживачі печива мають різні характеристики та керуються різними мотивами при прийнятті рішення про купівлю продукції. Зокрема, споживачі шоколадних цукерок є менш чутливими до зміни ціни, ніж споживачі печива.

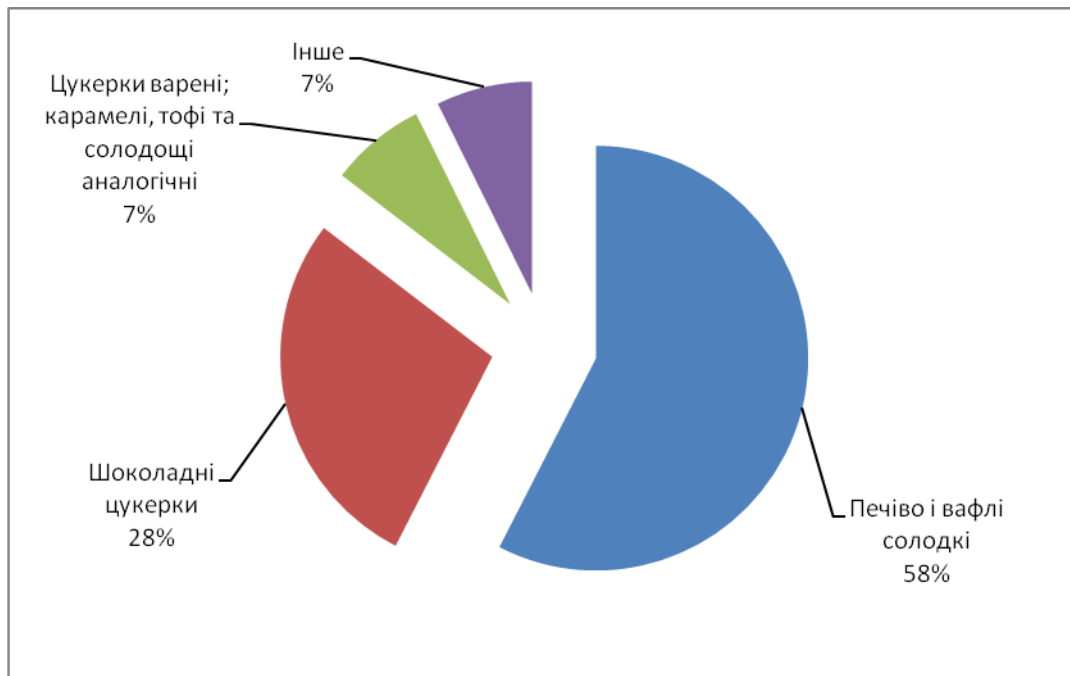


Рис. 2.10 Товарно-асортиментна структура виробництва виробничого об'єднання «Конті» в 2010 році (у натуральному вираженні)

Джерело: Агенція промислових новин

Наступною компанією, яка нами досліджується, є ЗАТ «АВК», яка об'єднує 5 фабрик в Донецьку Дніпропетровську, Луганську та Мукачеву.

Візитними картками компанії «АВК» є такі бренди як «Королівський Шедевр», «Domlog», «Королівський шарм», «Крем-суфле», «Мажор», «Фрутта -смачна хвилина». Також компанія випускає «радянські» цукерки («Гуллівер», «Стріла», «Курочка Ряба»).

Компанія «АВК» першою в Україні розпочала виробництво желеино-жувальних цукерок. На сьогодні бренд «Жувіленд» є безумовним лідером даної категорії продукції.

«АВК» експортує свою продукцію в більш ніж 20 країн світу.

Таблиця 2.7

Випуск кондитерської продукції компанією «АВК» у 2005-2010 роках, тон.

Вид продукції	Роки				
	2006	2007	2008	2009	2010
Печиво і вафлі солодкі	22 659	24 986	29 416	23 093	26 658
Шоколад і шоколадні вироби в плитках, батончиках, пластинах	2 595	1 701	366	471	1 207
Шоколадні цукерки	32 955	37 913	37 879	27 202	36 911
Шоколадні вироби інші	2	0	499	319	309
Вироби цукрові з какао	31 745	44 111	46 502	47 265	52 738
Вироби, покриті цукром; вироби кондитерські з желе	6 678	7 717	7 844	6 095	8 464
Цукерки варені; карамелі та солодощі аналогічні	7 314	2 631	2 508	1 120	693
Драже	6	0	0	0	0
Вироби цукрові кондитерські інші (халва, лукуми, східні солодощі)	0	0	0	0	93
Всього	103 954	119 059	125 014	105 565	127 073

Джерело: Агенція промислових новин

На відміну від корпорації «Рошен» та компанії «Конті» у компанії «АВК» не спостерігається стала тенденція до зростання обсягів виробництва протягом 2006-2010 років. Хоча, якщо брати до уваги весь досліджуваний період, виробництво зросло на 23 тис.тон (середній темп зростання склав 5%), проте в середині періоду, а саме в 2009 році, відбувся досить відчутний спад. Цей спад був зумовлений, в першу чергу, зменшенням більш ніж на 10 тис.тон виробництва шоколадних цукерок. Причина такого зменшення полягає в тому, що компанія АВК в 2008 році обрала собі за стратегію розвиток виробництва продукції преміальної якості і, відповідно, більш високої вартості. Проте криза, що почалась в кінці 2008 року, суттєво вплинула на платоспроможний попит споживачів і призвела до зменшення споживання солодощів саме вищого цінового сегменту. Проте наявність достатніх виробничих потужностей, за умови відновлення платоспроможного попиту, в 2010 році дозволила компанії швидко збільшити обсяги виробництва і вийти в 2010 році на докризові обсяги виробництва, і навіть незначно їх перевершити. Ріст

виробництва в 2010 році склав 20%, тоді як лідер ринку корпорація «Рошен» в 2010 році збільшила виробництво лише на 5,6%. Товарно-асортиментна структура виробництва компанії «АВК» в 2010 році наведена на рисунку 2.11.

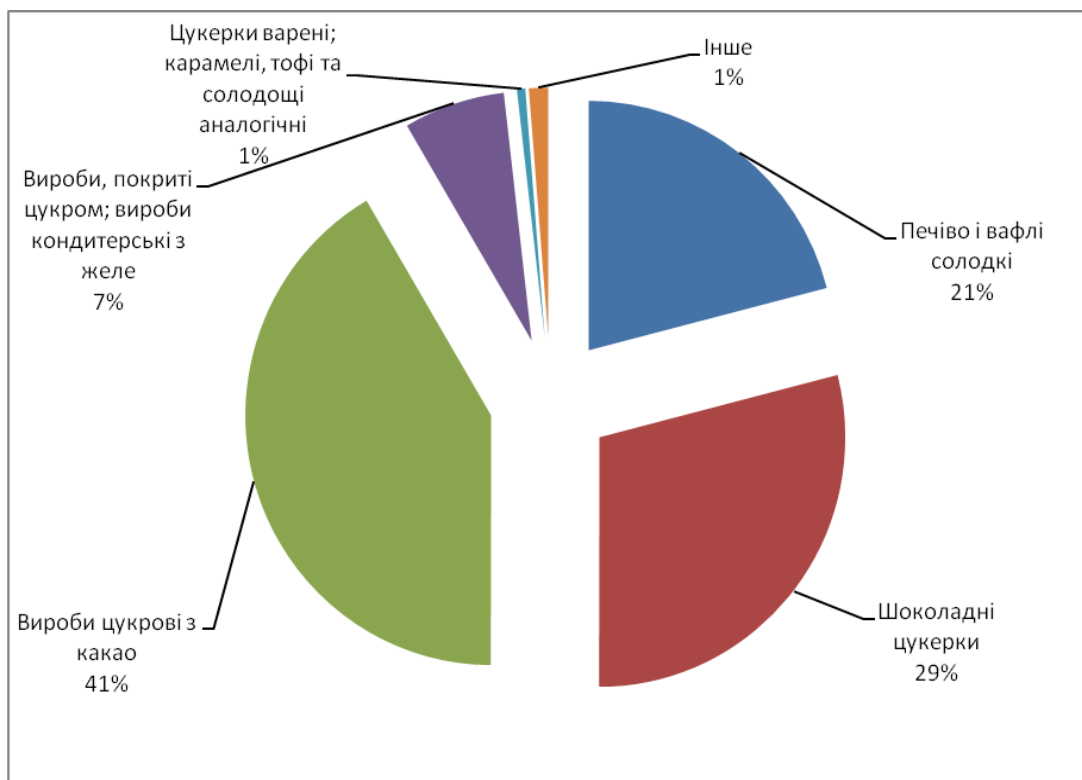


Рис. 2.11 Товарно-асортиментна структура виробництва «АВК» в 2010 році (у натуральному вираженні)

Джерело: Агенція промислових новин

Під брендом корпорації «Бісквіт-Шоколад» випускається більше 20-ти груп кондитерських виробів. До асортименту борошняних кондитерських виробів, що виробляє корпорація, входять печиво (цукрове, здобне, зтяжне, вівсяне), крекер, галети, вафлі, вафельні трубочки, бісквіти, рулети, торти вафельні та шоколадно-вафельні, пироги пісочні, вафельні сендвічі, батончики шоколадно-горіхові. Асортимент цукрової групи складається з карамелі, глазурованих та неглазурованих цукерок, шоколаду, тортів, зефіру, ірису, мармеладу.

До складу корпорації «Бісквіт-Шоколад» входять:

- ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»
- ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»
- ТОВ «Торговий дім« Престиж»

В сферу її управління входять:

- ВАТ «Первухінський цукровий завод»
- ТОВ «Красноградський млин»
- ЗАТ «Агрофірма ім. Г. Сковороди»
- ТОВ «Агрофірма«Петропавлівка»

Кондитерські вироби харківських підприємств експортуються до Росії, Казахстану, Киргизстану, Грузії, Азербайджану, Молдови, Латвії, Литви, Естонії, Монголії, США, Канади, Ізраїлю, Німеччини. Частка експорту в реалізації продукції складає близько 30 відсотків.

Таблиця 2.8

Випуск кондитерської продукції корпорацією «Бісквіт-Шоколад» у 2005-2010 роках, тон.

Вид продукції	Роки				
	2006	2007	2008	2009	2010
Торти	241	250	263	201	171
Пряники і бісквіти	3 742	3 597	3 637	3 687	4 024
Печиво і вафлі солодкі	19 884	21 843	23 442	22 375	25 342
Печиво сухе (галети, крекери)	5 695	6 059	6 125	5 442	6 399
Шоколад і шоколадні вироби в плитках, батончиках, пластинах	307	294	327	332	269
Шоколадні цукерки	16 033	15 388	5 093	5 770	6 233
Вироби цукрові з какао	716	624	9 881	12 885	13 774
Пасти шоколадні	7	10	10	2	0
Вироби, покриті цукром; вироби кондитерські з желе	1 579	1 648	1 761	1 508	1 459
Цукерки варені; карамелі, тофі та солодощі аналогічні	8 415	8 704	6 900	7 306	6 441
Драже	322	211	0	0	0
Всього	56 941	58 628	57 439	59 508	64 112

Джерело: Агенція промислових новин

Для корпорації «Бісквіт-Шоколад», в цілому, також притаманний зростаючий тренд обсягів виробництва, крім незначного зменшення у 2008 році. Середній темп зростання для корпорації становив лише 3%, що є меншим порівняно з іншими

компаніями. Щодо товарно-асортиментної диверсифікації, то у корпорації вона досить чітко відстежується. Так, основною товарною групою є виробництво печива, яке займає 39% у загальній структурі виробництва. Проте одночасно з цим, є три товарні групи, які за натуральними величинами мають практично однакову частку у загальному обсязі виробництва – цукерки варені та карамельні, шоколадні цукерки і печиво сухе. Структура виробництва компанії у 2010 році представлена на рисунку 2.12.

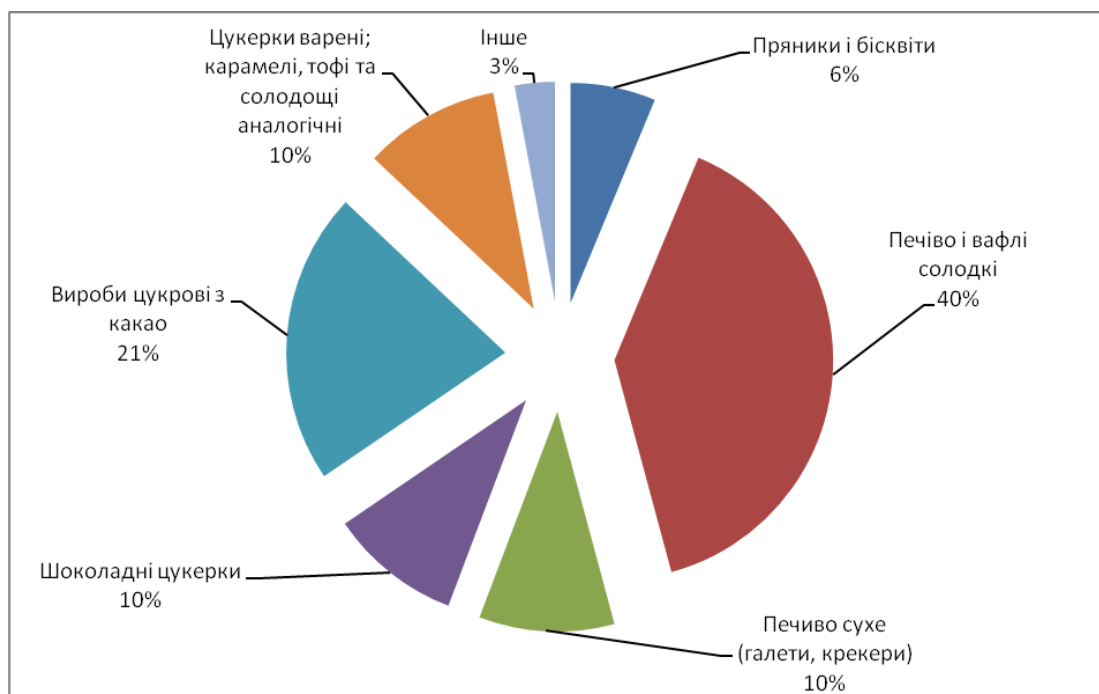


Рис. 2.12 Товарно-асортиментна структура виробництва корпорації «Бісквіт-Шоколад» в 2010 році (у натуральному вираженні)

Джерело: Агенція промислових новин

Компанія «Житомирські Ласощі» є яскравим прикладом регіональної кондитерської компанії, яка, маючи чітко визначену стратегію свого розвитку, перетворилась на одного із лідерів вітчизняного кондитерського ринку. Можливо, саме стрімкий розвиток компанії в останні роки призвів до конфлікту акціонерів, який розпочався ще в 2009 році і закінчився в 2011. В результаті цього конфлікту 10 вересня 2011 року було офіційно повідомлено про припинення діяльності ЗАТ «Житомирські Ласощі» у зв'язку із злиттям з ТОВ «Будстайл-XXI», в результаті чого утворено нову юридичну особу ТДВ «ЖЛ». («Урядовий кур'єр, №166 – 10.09.2011). В нашому аналізі ми цю подію враховуємо, і в пункті 3.3 нашої роботи

ми беремо фінансову звітність ЗАТ «Житомирські Ласощі» за період 2006- перший квартал 2011 року та звітність ТДВ «ЖЛ», яке фактично стало правонаступником ЗАТ «Житомирські Ласощі», за другий квартал 2011 року.

Асортимент продукції компанії включає: цукерки фасовані, шоколадні набори, цукерки у глазури, цукерки без глазури, карамель, драже, зефір, ірис, печиво, вафлі, сухі сніданки, торти, дієтична продукція. Основні торгові марки: ЖЛ, Дома, Optimix. Випускає, зокрема, зерновий батончик GoodDay, шоколадні цукерки-снеки Bunch, шоколадні батончики «Кльово Нуга».

У 2010 році продукція виробництва ЗАТ «Житомирські ласощі» експортувалася в 22 країни світу. Також в 2010 році була проведена модернізація виробництва і випущено більше 50 новинок, почалася робота по будівництву ще одного виробничого цеху, що значно збільшить потужності фабрики і створить нові робочі місця.

Таблиця 2.9

Випуск кондитерської продукції фірмою «Житомирські Ласощі» у 2005-2010 роках,

ТОН.

Вид продукції	Роки				
	2006	2007	2008	2009	2010
Печиво і вафлі солодкі	14 499	16 643	18 887	18 523	18 339
Шоколадні цукерки	4 758	7 127	9 691	6 927	6 897
Шоколадні вироби інші	7	2	0	0	0
Вироби цукрові з какао	13 696	15 859	18 698	22 389	21 018
Цукерки варені; карамелі, тофі та солодощі аналогічні	9 499	9 794	9 110	10 675	8 608
Вироби цукрові кондитерські інші (халва, східні солодощі)	0	0	75	545	1 658
Шоколад і шоколадні вироби в плитках, батончиках, пластинах	10	0	0	0	33
Всього	42 469	49 425	56 461	59 059	56 553

Джерело: Агенція промислових новин

Фірма послідовно збільшувала обсяг виробництва продукції в 2006-2009 роках. Проте в 2010 році ми бачимо певний спад, цілком можливо, що спад зумовлений конфліктом інтересів акціонерів компанії, що впливало на її виробничу

діяльність. Але, навіть не дивлячись на певне падіння виробництва в 2010 році, середній темп зростання виробництва компанії склав 7,4%, що є одним із найвищих з-поміж досліджуваних компаній. Однією із причин такого росту є те, що компанія переважно зосереджена у середньому ціновому сегменті, попит на продукцію якого є найбільш стабільним. Так само, як і в інших учасників ринку, ми можемо спостерігати зменшення виробництва шоколадних виробів в кризовий 2009 рік.

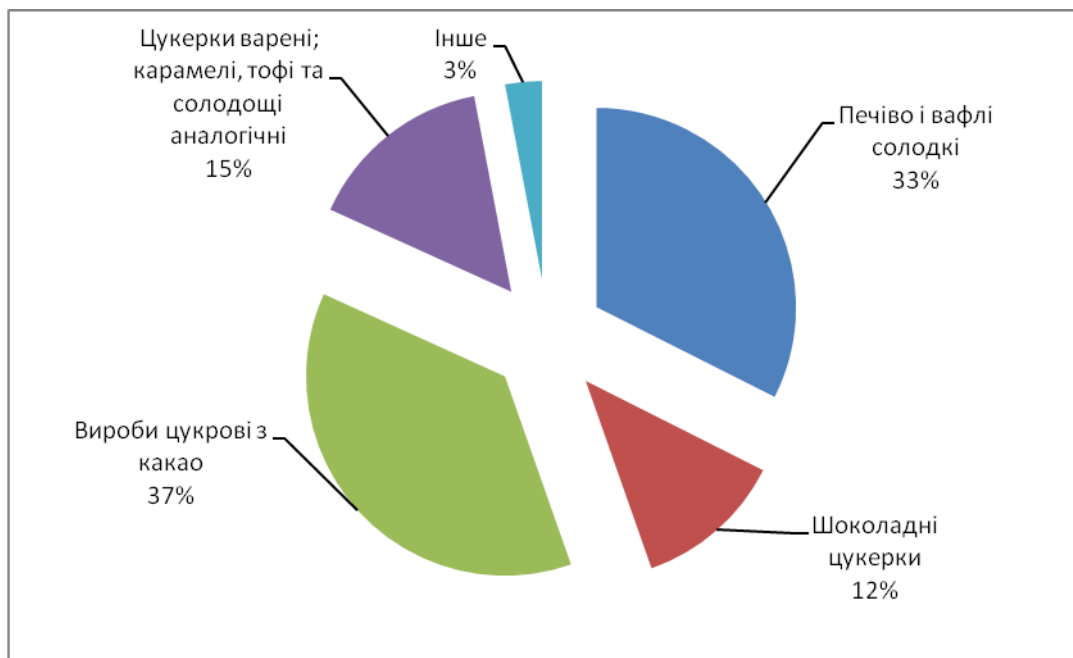


Рис. 2.13 Товарно-асортиментна структура виробництва ЗАТ «Житомирські Ласосі» в 2010 році (у натуральному вираженні)

Джерело: Агенція промислових новин

Враховуючи той факт, що в якості базового підходу для оцінки вартості диверсифікованих підприємств кондитерської галузі ми використовуємо модифікований дохідний підхід, який базується на показниках результативності діяльності підприємства, наступним логічним кроком наш аналіз підприємств кондитерської галузі доцільно доповнити динамікою основних показників результативності.

### 2.3. Показники результативності та рівня диверсифікації підприємств кондитерської галузі як базис для оцінки їх вартості

Для аналізу результативності діяльності досліджуваних підприємств ми виберемо наступні показники – чистий дохід, прибуток від операційної діяльності, чистий прибуток, рентабельність продажів. Динаміка зазначених показників за період 2007 – 1-е півріччя 2011 року наведена у таблиці 2.10

Таблиця 2.10

Показники діяльності підприємств за 2007 – 1 півріччя 2011 років, тис.грн.

Фінансовий показник	Компанія	2007	2008	2009	2010	1 пів. 2011
	Рошен	3 587 694	4 965 041	6 599 032	8 043 329	4 250 507
	Конті	1 449 818	2 044 914	2 559 654	3 337 416	1 520 591
Дохід (виручка) від реалізації продукції	АВК	1 518 496	2 012 389	1 926 365	2 757 019	1 411 868
	Бісквіт-Шоколад	935 675	1 033 366	1 375 966	1 626 738	769 000
	ЖЛ	442 215	628 685	731 507	879 782	238 363
	Рошен	321 452	177 055	1 053 600	1 295 045	511 225
Фінансові результати від операційної діяльності (прибуток, збиток)	Конті	86 152	204 770	360 716	224 098	72 738
	АВК	117 032	169 812	137 583	116 190	59 230
	Бісквіт-Шоколад	34 967	54 567	57 195	64 682	33 126
	ЖЛ	8 181	35 824	38 179	25 957	4 636
Чистий прибуток (збиток)	Рошен	243 388	26 453	775 363	954 104	349 849
	Конті	34 134	-194 161	352 188	116 916	-9 090
	АВК	76 023	-145 313	35 953	5 872	25 039
	Бісквіт-Шоколад	26 877	42 050	53 317	58 384	22 151
Рентабельність, %	ЖЛ	2 395	20 466	20 430	15 322	-8 067
	Рошен	6,8%	0,5%	11,7%	11,9%	8,2%
	Конті	2,4%	-9,5%	13,8%	3,5%	-0,6%
	АВК	5,0%	-7,2%	1,9%	0,2%	1,8%
Рентабельність, %	Бісквіт-Шоколад	2,9%	4,1%	3,9%	3,6%	2,9%
	ЖЛ	0,5%	3,3%	2,8%	1,7%	-3,4%

Джерело: фінансові звіти компаній

У грошовому вираженні практично всі досліджувані компанії, крім компанії АВК, протягом всього вказаного періоду мали стійку тенденцію до зростання загальної виручки. Падіння виробництва, що спостерігалось у деяких компаніях у 2009 році у натуральному виразі, цілком компенсувалось зростанням цін, що і дозволило забезпечити стійку зростаючу динаміку у вартісному вираженні.

Як за натуральними, так і за вартісними показниками безумовним лідером є корпорація «Рошен» – вона є абсолютним лідером за всіма показниками. І тільки в 2008 році корпорації «Бісквіт-Шоколад» вдалося обійти «Рошен» за величиною чистого прибутку та рентабельністю. Основною причиною стала облікова політика корпорації «Рошен» – в 4 кварталі 2008 році інші операційні витрати та платежі корпорації по податку на прибуток були нетипово високими.

До особливості, яка притаманна майже всім компаніям, слід віднести різке погіршення фінансових показників у 4 кварталі 2008 року. Це викликано різкою девальвацією української національної валюти восени 2008 року (девальвація склала 60%), що вплинуло на переоцінку валютних кредитів компаній.

З-поміж досліджуваних підприємств, лише «Рошен» демонструє стабільну діяльність з огляду на показники рентабельності її діяльності, що дозволяє зробити припущення про певну стабільність діяльності корпорації, яка спроможна витримати навіть кризові явища в економіці. Стабільно позитивною рентабельністю також характеризується діяльність корпорації «Бісквіт-Шоколад», проте рівень рентабельності є невисоким. Показники ж рентабельності інших підприємств свідчать про досить високий рівень залежності показників ефективності діяльності компаній від зовнішніх та внутрішніх факторів.

Крім того, значення показників ефективності діяльності компаній не завжди залежить лише від операційної діяльності компанії, а опосередковується різноманітними факторами і причинами загальноекономічного характеру. Серед таких можна назвати і податкові важелі, і певну невизначеність законодавчих та нормативних актів, що регулюють діяльність ринкових суб'єктів, і відсутність усталених ділових контактів з приводу сировинного забезпечення виробництва продукції, можливостей її збуту, цінового фактору тощо.

Встановлені тенденції опосередковуються як зовнішніми, так і внутрішніми факторами, які в кінцевому підсумку відбиваються на результативності діяльності. Саме дані тенденції підтверджують і наші попередні узагальнення, і наведені аналітичні закономірності стосовно впливу невизначеності середовища, в якому працюють підприємства кондитерської галузі. В цьому ми вбачаємо доцільність і необхідність подальшого застосування найбільш дієвого з існуючих на сьогодні методу захисту від сформованої ринкової кон'юнктури і попередження ринкових загроз – диверсифікації. Отже, перейдемо до аналізу рівня товарно-асортиментної диверсифікації досліджуваних нами підприємств.

В якості індикаторів рівня диверсифікованості використаємо показники, наведені в підрозділі 1.2. Специфіка задачі оцінки підприємств кондитерської галузі не дозволяє використовувати перший з теоретично названих показників – кількість галузей, до яких належить продукція підприємств. Причина цього полягає в тому, що, за визначенням, основна продукція таких підприємств відноситься до однієї галузі, оскільки кондитерську галузь не прийнято розподіляти на підгалузі.

Хоча теоретична сутність показників диверсифікації вже розглядалася раніше, проте методика їх розрахунку з врахуванням специфіки інформаційної бази оцінюваних підприємств потребує певних пояснень.

За інформаційну базу для оцінки було взято щорічні дані про обсяги реалізації продукції досліджуваних компаній (в натуральному та вартісному виразі) в розрізі основних номенклатурних груп за період з 2006-2010 р.р. Більшою мірою для розв'язку задачі оцінки рівня диверсифікації компаній підходять дані у вартісному виразі. Оскільки обчислення показників диверсифікації відбувається шляхом співставлення різних товарних груп на один момент часу, то при застосуванні вартісних показників вплив інфляції на результати обчислень відсутній. При цьому вагомість певної товарної групи для компанії відображає саме вартість реалізованої продукції, а не її фізичні обсяги.

Першим показником, що було обчислено для оцінки рівня диверсифікованості компаній, є дисперсія. Хоча, як було зазначено в підрозділі 1.2, з теоретичної точки зору вказаний показник не є найкращим для даної задачі, проте його було обчислено

ще й тому, що він є базовим при обчисленні іншого показника – коефіцієнта варіації. Для обчислення показника дисперсії було спочатку визначено питому вагу кожної товарної групи у загальних обсягах продажів для кожної з досліджуваних компаній по роках. Потім з використанням стандартної функції MS Excel “ДИСПР” обчислювалися значення дисперсії.

Для обчислення коефіцієнта варіації спочатку обчислювалось математичне сподівання значень питомої ваги різних товарних груп у загальних продажах кожної компанії по роках. Для цього використовувалася функція MS Excel “СРЗНАЧ”. Коефіцієнт варіації визначався як відношення квадратного кореня з дисперсії до математичного сподівання.

Для обчислення індексу ентропії спочатку для кожної товарної групи визначаються складові індексу ентропії з використанням “ЕСЛИ”. Точніше це можна представити у вигляді формули MS Excel: “ЕСЛИ(X>0; X\*LN(1/X);0)”, де X – адреса клітинки робочого листа MS Excel, яка містить значення ринкової частки відповідної товарної групи. Необхідність використання такої формули пояснюється тим, що область визначення функції логарифму не включає число «нуль». Тому, якщо в певному році компанія не здійснювала продажів товарів певної групи, то таку ситуацію треба окремо опрацювати. Значення індексу ентропії обчислюється як сума вище вказаних числових характеристик по кожній товарній групі.

Четвертий з обчислених показників є показник дисперсії логарифмів часток товарних груп (дисперсія логарифмічна). Для цього також спочатку визначалися для кожної товарної групи спеціальні часові характеристики за формулою MS Excel: “=ЕСЛИ(X>0;(LN(X)-LN(Y))^2;0)”, де X – частка відповідної товарної групи, Y – математичне сподівання часток усіх товарних груп компанії у відповідному році. Необхідність спеціального опрацювання ситуації, коли компанія в певному році не здійснює продажів продукції певної товарної групи, пояснюється подібно до коментарів щодо обчислення індексу ентропії. Потім значення показника логарифмічної дисперсії визначається як середнє арифметичне обчислених за наведеною вище формулою числових характеристик.

Обчислення індексу Херфіндаля-Хіршмана не було пов'язане з якимись особливостями, оскільки визначався він у повній відповідності до теоретичної формули як сума квадратів ринкових часток всіх товарних груп кожної компанії.

При обчисленні коефіцієнту концентрації відбувалося ранжування товарних груп (сортування у порядку зменшення питомої ваги товарної групи в обсягах продажів компанії) для кожного року. Тоді ранг товарної групи визначається просто її номером у впорядкованому списку. Подальші обчислення виконувались у відповідності до теоретичної формули.

При обчисленні альтернативного коефіцієнту концентрації було прийнято до уваги, що сума квадратів ринкових часток товарних груп, яка є елементом даного показника, представляє собою раніше обчислений індекс Херфіндаля-Хіршмана.

Проаналізуємо результати обчислення показників диверсифікації для обраних компаній. На рисунку 2.14 наведено динаміку показників диверсифікації за досліджуваний період на прикладі компанії «Рошен».

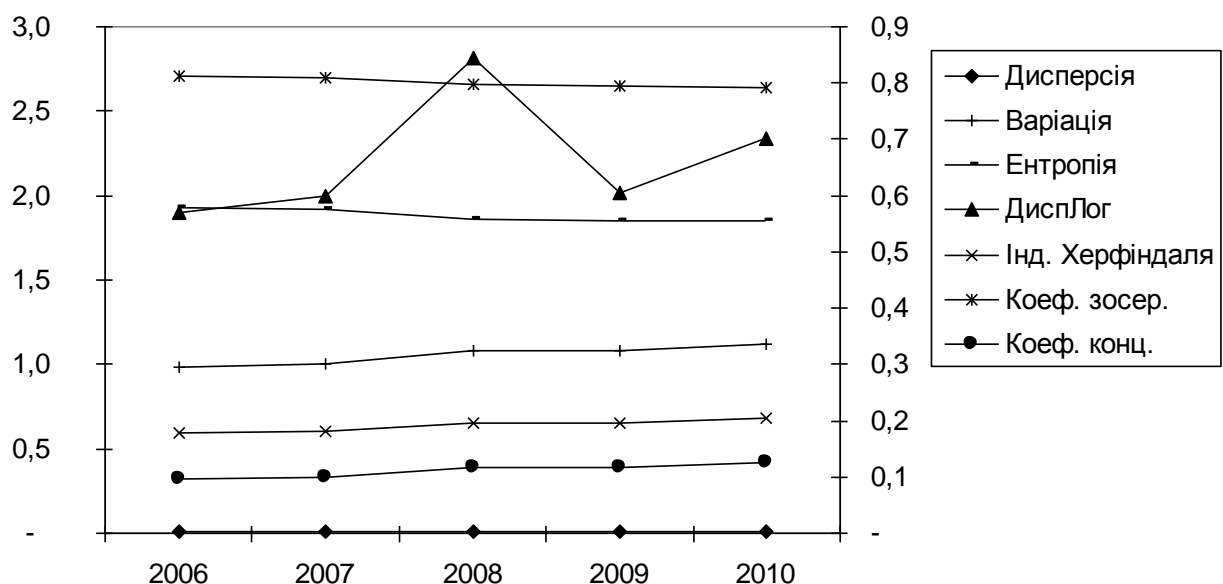


Рис. 2.14 Динаміка показників диверсифікації компанії «Рошен» за 2006-2010 р.р.

Джерело: власні розрахунки

На рисунку 2.14 представлено 7 ліній, кожна з яких відображає динаміку відповідного показника диверсифікації за 5 досліджуваних років. Оскільки розмірність допустимих і фактичних значень різних показників є доволі різною, то

графік має дві шкали. Права з них застосовується для тих показників, значення яких за фактичними результатами обчислень не перевищують одиницю. До таких відносяться показник дисперсії, індекс Херфіндаля-Хіршмана, коефіцієнт зосередження та коефіцієнт концентрації. Відповідно шкала ліворуч відображає значення показників, що можуть виходити за рамки одиниці. Це коефіцієнт варіації, індекс ентропії та дисперсія логарифмічна.

Прокоментуємо зміст відображених на графіку результатів. Динаміка показника дисперсії представлена найнижчою лінією на графіку. Дійсно, розрахункові значення дисперсії коливаються в межах одного відсотку. Звичайно, штучним шляхом можна було б отримати результати, що більш наочно представляють динаміку дисперсії. Проте варто враховувати дві обставини. Перша це той факт, що навіть з теоретичної точки зору дисперсія є невдалим індикатором для оцінки диверсифікації. Це було показано на прикладі в п. 1.2. Друга обставина полягає в тому, що вся змістовна інформація, яку несе в собі дисперсія, передається наступному індикатору – коефіцієнту варіації. Тому в подальшому динаміку показника дисперсії окремо аналізувати не будемо.

Динаміка коефіцієнту варіації для компанії «Рошен» протягом досліджуваного періоду мала тенденцію до зростання. Теоретично зростання коефіцієнту варіації (так само як і зростання дисперсії) інтерпретується як зростання концентрації. Це, в свою чергу, можна пояснювати як зменшення диверсифікації. Тому наявну тенденцію для компанії «Рошен» можна пояснювати як зниження рівня диверсифікації. Проте робити такий висновок на підставі лише показника варіації не зовсім коректно. Це пояснюється вадами коефіцієнту варіації, які він успадковує від показника дисперсії. Наприклад, коефіцієнт варіації для взагалі недиверсифікованої компанії дорівнює нулеві. Щодо компанії «Рошен», то в 2010 році вона вивела на ринок нову товарну групу – «шоколад білий», що мало б означати збільшення рівня її диверсифікації. При цьому коефіцієнт варіації в 2010 році порівняно з 2009 зріс з 1,08 до 1,12, що вказує на зменшення рівня диверсифікації.

Третій з наведених на графіку показників – індекс ентропії. Теоретична інтерпретація даного показника полягає в тому, що збільшення його числових

значень означає зростання диверсифікації. В цілому на графіку спостерігається тенденція зменшення індексу ентропії протягом періоду 2006-2009 років, що слід інтерпретувати як зменшення продуктово-асортиментної диверсифікації. Проте в 2010 році порівняно з 2009 відбулася стабілізація значень індексу ентропії. Цей результат, на наш погляд, свідчить на користь даного показника як індикатора диверсифікації. Справа в тому, що в 2010 році порівняно з 2009 збільшилася варіація питомої ваги товарних груп, про що свідчило зростання дисперсії та коефіцієнта варіації. Це інтерпретувалося як зменшення диверсифікації. Разом з тим, як зазначалося, компанія «Рошен» в 2010 році вивела на ринок нову товарну групу, що мало б призводити до збільшення диверсифікації. Індекс ентропії врахував обидві суперечливі тенденції, тому його значення для обох періодів виявилось незмінним. Також перевага даного показника полягає в прямому зв'язку динаміки даного показника та рівня диверсифікованості. Тобто збільшення індексу ентропії означає збільшення й диверсифікації і навпаки. Тоді як для більшості інших показників (крім коефіцієнту зосередження) зв'язок є оберненим – збільшення значень показників означає зменшення диверсифікації.

Четвертий показник диверсифікації – логарифмічна дисперсія. Теоретично вона інтерпретується так само, як і звичайна дисперсія, тобто її зростання свідчить про збільшення концентрації та зменшення диверсифікації. Загальна тенденція поведінки даного показника для компанії «Рошен» характеризується зростанням. Проте його поведінка, на відміну від усіх інших показників, характеризується значною нестабільністю. Так, для компанії «Рошен» у 2008 році відбулося різке збільшення показника логарифмічної дисперсії, яке змінилося також доволі різким зменшенням у 2009 році. Причина цього полягає в тому, що даний показник вкрай чутливо реагує на появу або зникнення товарних груп із вкрай незначною питомою вагою (істотно меншою 1%). Для компанії «Рошен» істотне зростання логарифмічної дисперсії у 2008 році пояснюється тим, що питома вага товарної групи «Шоколадні вироби інші», яка і в інші роки була незначною, впала до 0,07%. Взагалі, властивість даного показника – чутливість до незначних величин – є і його перевагою і недоліком. Перевагою цього показника є можливість його використання

для аналітичних досліджень, оскільки він дозволяє ідентифікувати незначні зміни. Проте недоліком є його нестабільність, тому що його значення можуть коливатися в значному діапазоні. Також можлива ситуація суттєвої зміни показника, тоді як реальна ситуація щодо рівня диверсифікованості компанії майже не змінюється.

П'ятий показник диверсифікації – індекс Херфіндаля-Хіршмана. Зростання даного показника означає зменшення рівня диверсифікованості компанії. Як бачимо на графіку, динаміка цього показника для компанії «Рошен» є вкрай подібною до динаміки коефіцієнта варіації. Якщо інтерпретувати абсолютні значення індексу Херфіндаля-Хіршмана, то для усіх періодів для компанії «Рошен» він є трохи більшим 0,18, що інтерпретується як середній рівень концентрації (і, відповідно, відносно середній рівень диверсифікації). Проте робити такий висновок остаточно передчасно, оскільки варто спочатку порівняти значення індексу зі значенням індексу інших компаній кондитерської галузі.

Шостий показник – коефіцієнт зосередження. Попри його назву, він прямо пов'язаний з диверсифікацією, тобто вище значення цього коефіцієнту означає більшу диверсифікацію. Для компанії «Рошен» протягом досліджуваного періоду спостерігається тенденція до зниження коефіцієнту зосередження та, відповідно, рівня диверсифікації. Це відповідає результатам, отриманим з використанням більшості інших показників.

Сьомий показник – коефіцієнт концентрації. Він обернено пов'язаний з рівнем диверсифікованості, тобто при його збільшенні диверсифікація зменшується. Відповідно для компанії «Рошен» протягом досліджуваного періоду коефіцієнт концентрації зростає. Єдине виключення – 2009 рік, коли значення цього показника майже не змінилося.

За результатами аналізу диверсифікованості компанії «Рошен» сформовано висновок, що динаміка поведінки таких показників, як дисперсія, коефіцієнт варіації, індекс Херфіндаля-Хіршмана та коефіцієнт концентрації, є однаковою. Тому в подальшому окремо їх характеризувати не будемо, обмежившись одним показником. Виключення з цього правила допустимо тоді, якщо матимуть місце якісь розбіжності в тенденціях їх зміни. Також до цього кола показників додамо

коефіцієнт зосередження. Динаміка його поведінки є оберненою до зазначених вище показників, проте вона однозначно пов'язана з ними і нової інформації не несе.

Динаміка показників, що показують зміни рівня диверсифікованості компанії «Конті», представлена на рисунку 2.15. При цьому всі показники, за виключенням логарифмічної дисперсії, вказують на однакову тенденцію. Вона полягає в тому, що з 2006 року по 2008 рік рівень диверсифікованості компанії зростає. У 2009 та 2010 роках рівень диверсифікованості дещо знижувався порівняно з попередніми роками, проте залишався більшим, ніж у 2007 році.

Стосовно стабільної тенденції до зменшення рівня диверсифікації, на яку вказує динаміка показника логарифмічної дисперсії, то в даному випадку її не варто брати до уваги. Це пояснюється тим фактом, що дана тенденція переважно обумовлюється постійним скороченням питомої ваги товарної групи із незначним обсягом продажів із 0,9% у 2006 році до 0,2% у 2010. Назва цієї групи: «Вироби, покриті цукром; вироби кондитерські з желе».

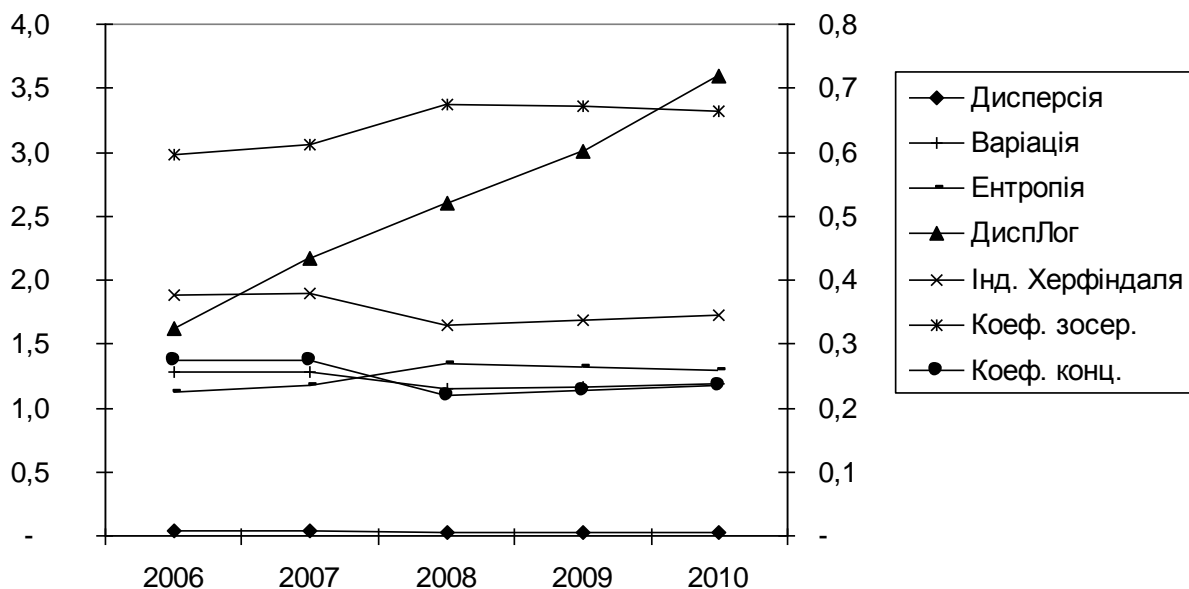


Рис. 2.15 Динаміка показників диверсифікації компанії «Конті» за 2006-2010 р.р.

Джерело: власні розрахунки

На рисунку 2.16 представлена динаміка рівня диверсифікованості компанії «АВК». Подібно до компанії «Конті» переважна більшість індикаторів вказує на

подібний характер тенденцій. Виключення становить лише логарифмічна дисперсія. Отже, більшість показників вказує на зменшення рівня диверсифікації компанії протягом періоду з 2006 по 2009 рік. А у 2010 році відбувається зростання рівня диверсифікації майже до рівня 2006 року. Причина цього полягає, зокрема, в тому, що у 2010 році компанія «АВК» вивела на ринок нову товарну групу «Вироби цукрові кондитерські інші (халва, східні солодоці)». Це частково дозволило компенсувати втрати від виведення у 2007 році товарної групи «Драже».

Стосовно показника логарифмічної дисперсії, то при переході від 2006 року до 2007 він вказує на істотне (майже в 10 разів) зростання диверсифікації. Даний результат є парадоксальним, оскільки насправді у 2007 році відбулося виведення з ринку двох груп товарів із незначними обсягами продажу. Мова йде про вже раніше названу групу «Драже», до виготовлення якої компанія більше не поверталася, а також групу «Шоколадні вироби інші», виробництво якої компанія в подальшому поновила. Тобто, в дійсності компанія якраз зменшила рівень диверсифікації, звуживши широту охоплення ринку. Це ще раз підтверджує той факт, що показник логарифмічної дисперсії є цікавим для дослідження екстремальних явищ, проте до оцінок, отриманих за його допомогою, слід ставитися вкрай обережно.

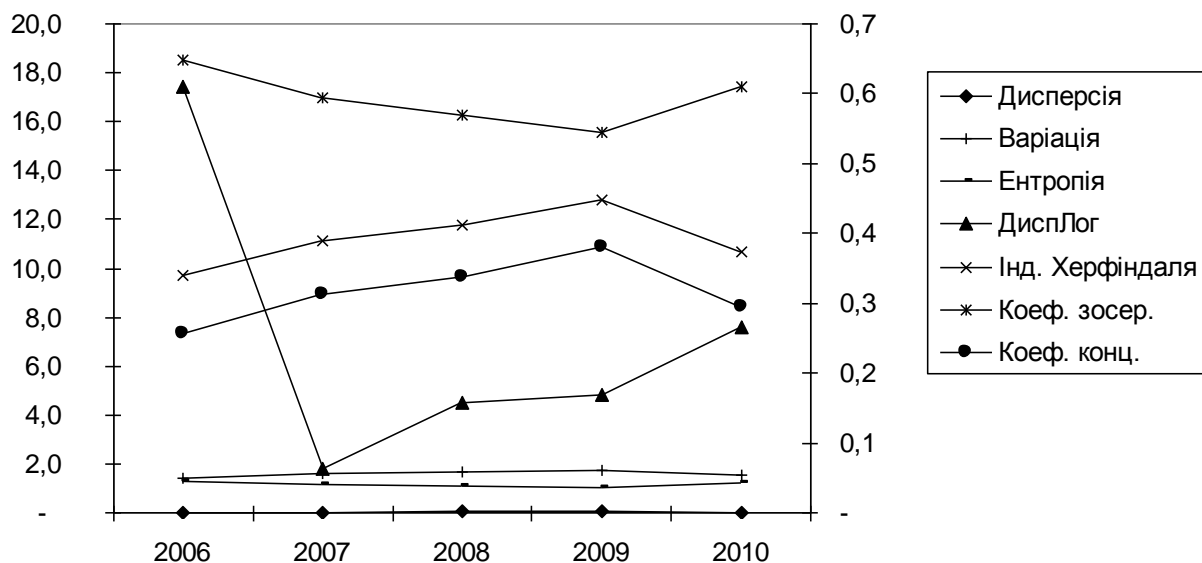


Рис. 2.16 Динаміка показників диверсифікації компанії «АВК» за 2006-2010 р.р.

Джерело: власні розрахунки

Динаміка зміни рівня диверсифікованості корпорації «Бісквіт-Шоколад» представлена на рисунку 2.17. Тенденції щодо зміни цього рівня носять неоднозначний характер. В цілому можна зробити висновок, що протягом всього періоду з 2006 по 2010 рік рівень диверсифікованості компанії дещо зріс. Про це свідчать більші значення індексу ентропії та коефіцієнту зосередження у 2010 році порівняно з 2006. Але протягом періоду дослідження тенденції змінювались двічі. Спочатку у 2007 році рівень диверсифікованості компанії незначно зменшився. У 2008 році відбулося помітне збільшення диверсифікованості, яке змінилося тенденцією поступового зменшення диверсифікованості, що спостерігалася у 2009 та 2010 роках.

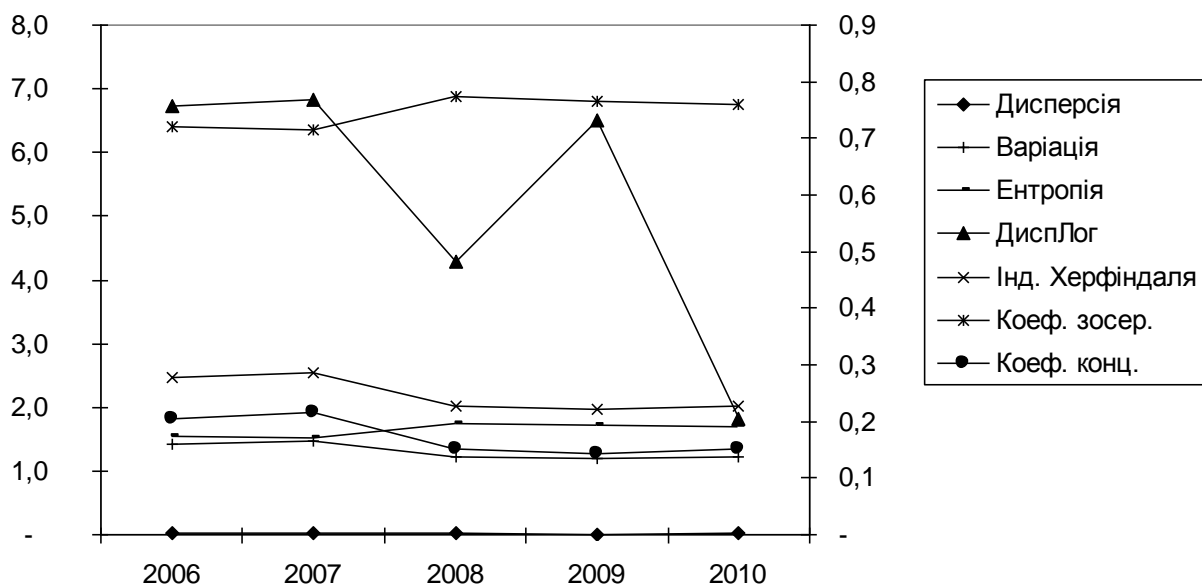


Рис. 2.17 Динаміка показників диверсифікації компанії «Бісквіт-Шоколад» за 2006-2010 р.р.

Джерело: власні розрахунки

Специфіка поведінки показника логарифмічної дисперсії пояснюється переважно динамікою продажів товарної групи із незначними обсягами реалізації «Пасти шоколадні». Причому цікаво, що одна й та ж тенденція зменшення обсягів продажу даної товарної групи з 2008 по 2010 рік призвела спочатку до збільшення даного показника (у 2009 році), а потім до істотного зменшення (у 2010 році). Це не є помилкою, оскільки у 2010 році продажі даної товарної групи впали до 0, тому вона виключена з розгляду, що й зменшило логарифмічну дисперсію.

На рисунку 2.18 наведена динаміка диверсифікованості компанії «Житомирські ласощі». За більшістю показників вона нагадує динаміку зміни рівня диверсифікації компанії «АВК», хоч є і певна відмінність. Подібним є те, що протягом періоду з 2006 по 2009 рік відбувалося поступове зменшення рівня диверсифікованості. А у 2010 році рівень диверсифікованості зріс. Відмінність же полягає у тому, що для компанії «Житомирські ласощі» рівень диверсифікованості станом на 2010 рік став дещо вищим, ніж був у 2006 році, тоді як у «АВК» він все ж зменшився.

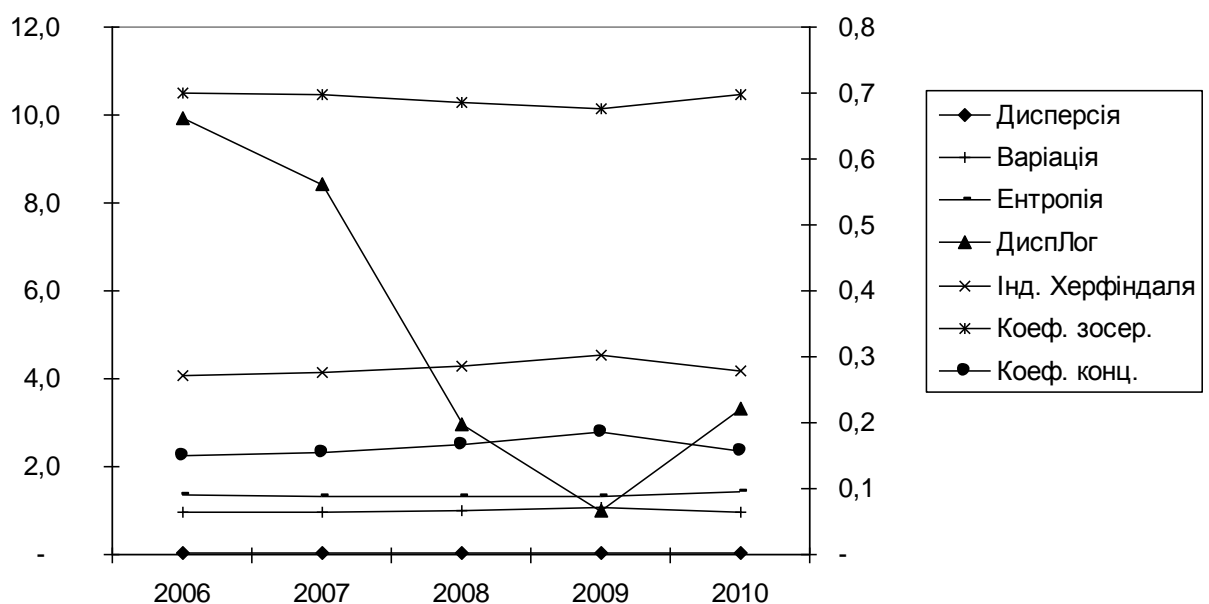


Рис. 2.18 Динаміка показників диверсифікації компанії «Житомирські ласощі» за 2006-2010 р.р.

Джерело: власні розрахунки

Специфіка поведінки показника логарифмічної дисперсії для компанії «Житомирські ласощі» пояснюється переважно динамікою продажів товарних груп із незначними обсягами реалізації «Шоколадні вироби інші» та «Шоколад і шоколадні вироби в плитках, батончиках, пластинах».

Оскільки наявні позиції виробників даного виду продукції майже схожі, нестабільність ринкового середовища в Україні зберігається, то, на нашу думку, доцільність диверсифікації продукції опосередковується певною ідентичністю диверсифікованого поля, що дає нам підстави обґрунтувати диверсифікаційні

підходи в контексті визначення вартості диверсифікації, а саме провести поліваріантне моделювання оцінки вартості диверсифікованих підприємств.

## **Висновки до Розділу 2**

За результатами аналізу тенденцій та напрямів розвитку кондитерського ринку України та дослідження результатів виробничої діяльності підприємств-лідерів кондитерської галузі України сформовано такі висновки.

1. Проведений аналіз стану та тенденцій розвитку ринку кондитерських виробів в Україні за період 2006-2010 рр. встановив, що ринок досяг рівня свого насичення і основне зростання виробництва кондитерської продукції забезпечується зростанням обсягу експорту. Моніторинг ринку кондитерських виробів дозволив визначити основні передумови (обмеженість зростання внутрішнього ринку кондитерських виробів, великий об'єм експорту кондитерської продукції) та напрями диверсифікації діяльності підприємств кондитерської галузі України, що полягають у такому: розвитку виробництва нових товарних груп, щоб повніше задовольнити існуючий попит та залучити нових споживачів; придбанні чи будівництві власних фабрик за кордоном; розвитку вертикальної диверсифікації.

2. Незважаючи на активний розвиток кондитерських підприємств в останні роки, залишається ціле коло проблемних питань, які негативно впливають на розвиток кондитерських виробництв. Головними з них є недостатній внутрішній попит на кондитерську продукцію, незабезпеченість власною сировиною, необхідною для виробництва кондитерської продукції (в першу чергу це какао-боби), нестійке фінансове становище підприємств кондитерської галузі, важкодоступність та висока вартість кредитних ресурсів (для більшості підприємств), застарілі виробничі фонди та висока вартість оновлення основних фондів через те, що Україна практично не виробляє обладнання для кондитерської галузі, тому компанії змушені його купувати за кордоном.

3. Встановлено, що на ринку кондитерських виробів представлені три великі групи виробників. До першої групи входять підприємства-лідери, які займають практично половину ринку. До другої групи - великі локальні виробники,

які мають досить сильні позиції у своєму регіоні, проте слабо представлені на національному рівні. До третьої групи входять дрібні виробники, які, як правило, займають окремі, спеціалізовані ніші на ринку.

4. За результатами аналізу диверсифікаційних процесів на кондитерських підприємствах України встановлено, що на сучасному етапі найбільш ефективним способом диверсифікації є диверсифікація за географічною ознакою, шляхом організації власних виробничих потужностей на основних експортних ринках. Так, дві з п'яти компаній-лідерів кондитерського ринку мають власні фабрики за межами України.

5. Проведений аналіз основних показників результативності діяльності підприємств-лідерів кондитерського ринку та оцінка рівня їх диверсифікації дозволили виявити певні позитивні зв'язки між показниками результативності та рівнем диверсифікації. Так лідер кондитерського ринку корпорація «Рошен» є лідером як за показниками результативності діяльності, так і за показниками рівня диверсифікації.

Основні положення розділу відображено у наукових статтях [33], [34].

## РОЗДІЛ 3

### ДИВЕРСИФІКАЦІЙНА КОМПОНЕНТА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

#### **3.1. Поліваріантна модель оцінки впливу диверсифікаційної компоненти на зміну вартості підприємства.**

За результатами дослідження існуючих методологічних підходів до оцінювання вартості підприємств встановлено ряд суттєвих недоліків при застосуванні їх для оцінки впливу процесів диверсифікації на зміну вартості підприємства.

Саме тому в якості нового підходу до визначення вартості диверсифікованого підприємства пропонується застосовувати поліваріантний підхід, практичне застосування якого передбачає розробку поліваріантної моделі. Перевагою поліваріантного моделювання є те, що за ринкових умов науково некоректно і економічно недоцільно пропонувати в якості оціночного апарату інваріантний підхід, який полягає в урахуванні лише одного фактора впливу, цим фактором можуть бути потенційні доходи, понесені витрати тощо. Тоді як поліваріантний підхід дозволяє подолати цю обмеженість і враховує весь комплекс факторів, які впливають на величину вартості підприємства.

Вказана в назві розділу поліваріантність дозволяє нам віднести нашу модель до групи комбінованих моделей. Саме комбінації різних результатів діяльності фірм дозволяють нам побудувати гнучку модель, яка може стати дієвим інструментом щодо вибору варіанту диверсифікації.

З метою врахування сучасної специфіки диверсифікації та наявного аналітичного поля для розрахунків пропонується вказані підходи доповнити визначенням вартості диверсифікованих підприємств через показники результатів діяльності.

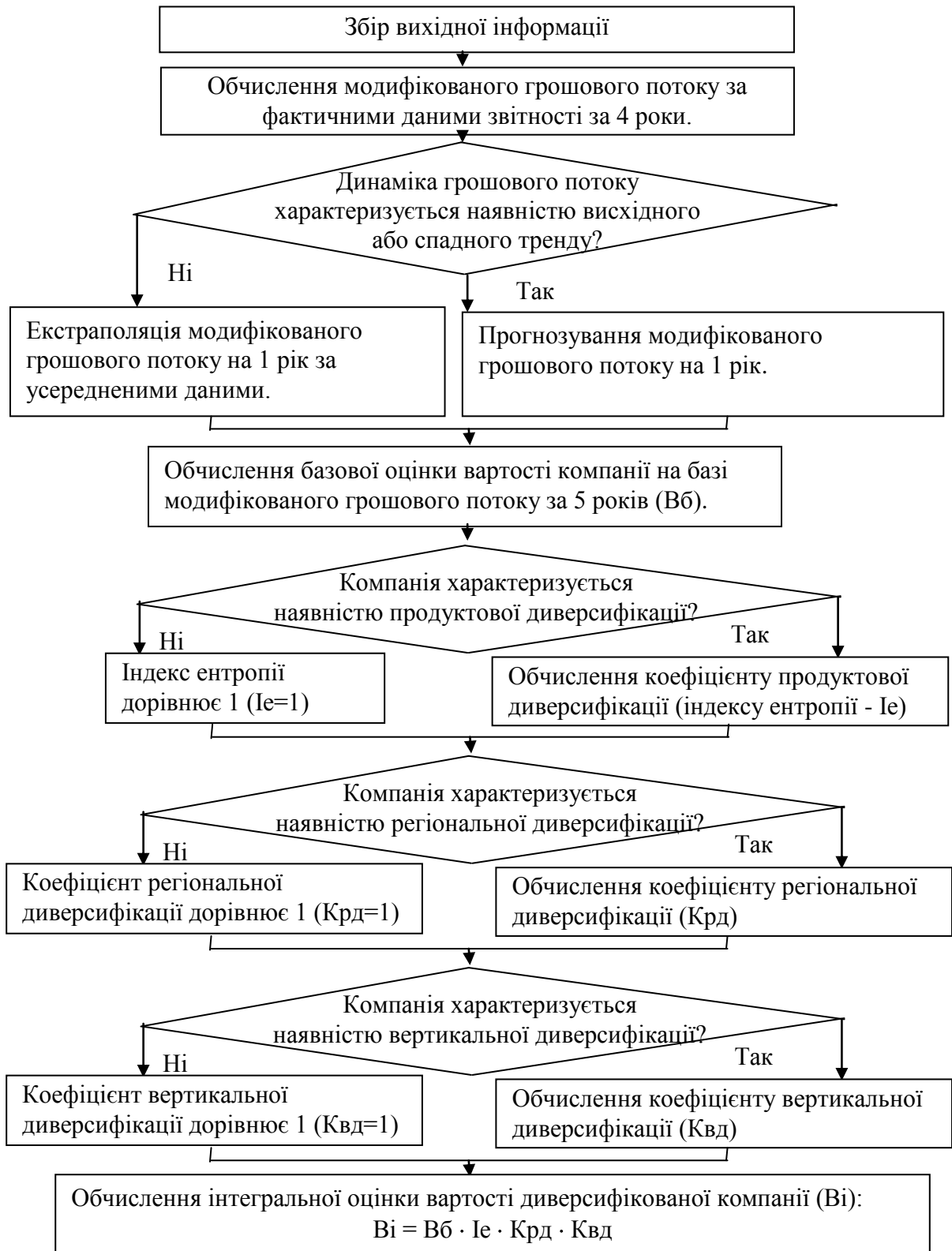


Рис 3.1. Алгоритм застосування поліваріантної моделі оцінки вартості диверсифікованих компаній.

Джерело: власна розробка

Методика оцінювання диверсифікованих підприємств представлена поліваріантною моделлю оцінки вартості. Сутність даної моделі представлена блок-схемою алгоритму оцінювання диверсифікованої компанії, наведеному на рис. 3.1.

Першим кроком алгоритму оцінювання диверсифікованої компанії, який передбачається поліваріантною моделлю, є збір вихідної інформації. Зміст необхідного інформаційного масиву залежить від специфіки оцінюваної компанії, проте можна зазначити мінімальні вимоги, принципово необхідні для застосування моделі. По-перше, це дані стандартних форм фінансової звітності підприємств «Баланс» (форма 1) та «Звіт про фінансові результати» (форма 2). Вказані дані необхідно мати з максимально детальною періодичністю. Найбільш поширеним є щоквартальне складання таких форм. Тому для якісного оцінювання базової вартості компанії бажано мати щоквартальні дані вказаних форм звітності за 4 роки (або більше). Також обов'язково необхідна інформація про обсяги доходів від реалізації товарів, робіт та послуг в розрізі основних номенклатурних груп продукції підприємства. Крім того, якщо компанія має виробничі потужності за кордоном або є вертикально інтегрованою, необхідна інформація для оцінки такого роду складових діяльності компанії.

Наступним кроком алгоритму є обчислення модифікованого грошового потоку як підґрунтя для визначення базової оцінки вартості диверсифікованої компанії. Методика обчислення модифікованого грошового потоку наведена в п. 1.3.

Після обчислення значень грошового потоку для кожного оцінюваного періоду слід визначити наявність висхідного або спадного тренду. Для цього можна скористатися або графічним методом, оцінивши наявність чи відсутність трендової складової в динаміці часового ряду візуально, або відразу скористатись апаратом регресійного аналізу. У більшості випадків на даному етапі візуальна оцінка є достатньою.

У разі, якщо динаміка часового ряду, що відображає значення модифікованого грошового потоку компанії, свідчить про наявність трендової складової, слід здійснити процедуру прогнозування грошового потоку на один рік. Необхідність цього пояснюється тим, що базова оцінка вартості диверсифікованої компанії

визначається в рамках прибуткового підходу. Зміст останнього, як відомо, полягає в оцінці вартості компанії через здатність приносити прибутки у майбутньому. Тому якщо є підстави вважати, що в майбутньому динаміка грошових потоків буде істотно відрізнятись від фактичних тенденцій минулих періодів, то це обов'язково слід врахувати через побудову прогнозу грошових потоків з послідуочим включенням прогнозних значень в оцінку вартості компанії.

Разом з тим, ситуація, в якій трендова складова в динаміці грошових потоків відсутня, виникають підстави вважати, що принципових змін в здатності компанії генерувати грошові потоки у найближчому майбутньому не відбудеться. Якщо так, то необхідності розробляти формальний прогноз грошових потоків теж немає. Оскільки специфіка задачі оцінювання вартості компанії за даною методикою не потребує точного опису реальної динаміки грошових потоків, а саме визначення тенденції зміни усереднених значень. Тому в разі відсутності однозначної тенденції до зміни середніх значень грошових потоків, оцінка модифікованих грошових потоків для додаткового (п'ятого) року може бути визначена шляхом формальної екстраполяції усереднених значень грошових потоків попередніх років.

В результаті реалізації зазначених вище кроків алгоритму буде отримано оцінки значень модифікованого грошового потоку за 20 кварталів. З них 16 є результатом обчислення модифікованого грошового потоку за фактичними даними<sup>1</sup>, а ще 4-ри - результатом прогнозування або формальної екстраполяції виявлених тенденцій.

Далі вирішується задача оцінки базової вартості диверсифікованої компанії. Для цього слід вирішити проблему обґрунтування ставки дисконту, яка буде застосована в процесі подальших обчислень. Коли значення ставки дисконту обґрунтовано, можна обчислити базову оцінку вартості диверсифікованої компанії ( $B_0$ ) за формулою:

---

<sup>1</sup>Специфіка обчислення модифікованого грошового потоку, що передбачає використання змінних, обчислених як прирости величин в суміжних кварталах, призводить до втрати одного періоду. Тому фактично за даними 16 кварталів можна обчислити лише 15 величин модифікованого грошового потоку. Ще одне значення може бути результатом екстраполяції.

$$B_0 = \sum_{t=1}^{T_0} \frac{MГП_t}{(1+d)^{T_0-t+1}} + \sum_{t=T_0+1}^T \frac{MГП_t}{(1+d)^{t-T_0}} \quad (3.1),$$

де  $t$  – індекс для позначення номеру періоду;

$T$  – кількість періодів, що аналізуються. Для стандартного варіанту застосування методики  $T = 20$ .

$T_0$  – номер періоду, що відповідає поточному моменту часу (точніше моменту часу, за який були доступні останні фактичні дані фінансової звітності). Для варіанту, коли фактичні дані дозволили обчислити значення модифікованих грошових потоків за 4 роки (16 кварталів), значення  $T_0 = 16$ ;

$MГП_t$  – значення модифікованого грошового потоку для періоду  $t$ ;

$d$  – ставка дисконту.

Логіка застосування наведеної вище формули полягає в тому, що базова оцінка вартості компанії будується на основі комплексного врахування як ретроспективної капіталізації фактичних грошових потоків компанії, так і капіталізації прогнозних значень майбутніх грошових потоків. При цьому в існуючому вигляді методика передбачає більшу питому вагу саме ретроспективної компоненти. Це пояснюється тим, що в умовах високого рівня нестабільності бізнес–середовища українських підприємств надійні прогнози отримати важко, тому варто більше покладатися на фактичні результати при оцінюванні їх вартості.

Далі оцінюється рівень продуктово-асортиментної диверсифікації компанії. Хоча для цього може бути використано багато різних індикаторів, проте, як показують результати оцінок диверсифікації досліджуваних компаній, наведені в підрозділі 2.3, більшість показників однаково чинно відображають тенденції в зміні диверсифікованості. Тому з усієї множини показників можна обмежитися одним показником. На цю роль, на нашу думку, найбільше підходить показник ентропії. Його перевагами є адекватне відображення рівня диверсифікації (при цьому зростання рівня диверсифікації призводить до збільшення значень показника ентропії). Також вдалою є розмірність цього показника і той факт, що для недиверсифікованої компанії його значення дорівнює 1. Крім того, цей показник

обчислюється на базі доступних об'єктивних даних, що є позитивом як з точки зору обчислювальної складності, так і з точки зору впливу суб'єктивних чинників на результати оцінювання диверсифікованості.

Наступним кроком є оцінка регіональної диверсифікації. Найбільш жорсткий підхід до вирішення цієї проблеми передбачає врахування регіональної диверсифікації як фактору впливу на вартість компанії лише у випадку, коли компанія має реально диверсифіковані виробничі потужності в міжнародних масштабах. Іншими словами, підставою для присвоєння коефіцієнту регіональної диверсифікації певної компанії більшого за одиницю значення є наявність у неї закордонних виробничих підрозділів. Серед підприємств кондитерської галузі України, як ми могли пересвідчитись у підрозділі 2.2, приклади таких компаній є. Певна жорсткість даного підходу пояснюється тим, що інші аспекти регіональної диверсифікації, такі як реальна присутність на іноземних ринках, вже враховуються при обчисленні модифікованого грошового потоку. Тому враховувати це ще раз окремо було б методично некоректно.

Наявність власних виробничих потужностей (фабрик) за кордоном дає підстави вважати підприємство диверсифікованим за географічною ознакою. Оскільки тільки наявність таких фабрик надає підприємству суттєву перевагу порівняно з іншими, які не мають власних фабрик за кордоном, тому що це дозволяє їм уникнути імпорتنих мит, що встановлюють уряди інших країн для захисту внутрішнього ринку та підтримки власного виробника. Крім того, враховуючи досить значну залежність кондитерської галузі від експорту продукції, можна стверджувати, що географічна диверсифікація значно покращує ринкові позиції саме підприємств кондитерської галузі.

Останнім аспектом диверсифікації, який слід врахувати при оцінці вартості диверсифікованої компанії, є вертикальна диверсифікація. В даному випадку включення цього аспекту як окремого елемента вартості компанії є виправданим через дві основні причини. Перша з них - це наявність внутрішніх грошових потоків у вертикально диверсифікованої компанії, які не враховуються при обчисленні модифікованого грошового потоку. Друга з них - це такий фактор вартості, як вища

стабільність вертикально диверсифікованих структур. Цей фактор базова компонента оцінки вартості компанії на основі обчислення модифікованих грошових потоків також не враховує.

У разі, якщо компанія не є вертикально диверсифікованою, то її коефіцієнт вертикальної диверсифікації дорівнює одиниці.

Проведений нами аналіз дає підстави говорити, що географічна диверсифікація має більший вплив на операційну діяльність компаній, ніж вертикальна, і, відповідно, її вплив на вартість підприємства є вищим.

Останнім кроком є обчислення інтегральної оцінки вартості диверсифікованої компанії як добутку її базової вартості на три поправочні коефіцієнти: індекс ентропії, що дозволяє врахувати вплив товарно-асортиментної диверсифікації на вартість компанії, коефіцієнт регіональної диверсифікації та коефіцієнт вертикальної диверсифікації. Як вже зазначалося, якщо компанії не властивий той або інший вид диверсифікації, то відповідний поправочний коефіцієнт дорівнює одиниці. Це означає, що даний вид диверсифікації додаткового впливу на вартість компанії не здійснює.

Проілюструємо можливість використання поліваріантної моделі для оцінки вартості диверсифікованих компаній на прикладі ЗАТ «АВК».

Інформаційною базою для оцінки вартості компанії є дані її щоквартальної звітності за формами «Баланс» (ф. 1) та «Звіт про фінансові результати» (ф. 2) за період з 1 кв. 2007 по 2 кв. 2011 р.р., наведені в табл. 3.1.

Таблиця 3.1.

Дані звітності ЗАТ «АВК» за період з 2007 по 2011 р.р., необхідні для обчислення модифікованого грошового потоку (тис.грн.)

Період	Джерело інформації					
	ф.1, р.030 ОсЗ	ф.1, р.260 ОА	ф.1, р.480 ДсЗ	ф.1, р.620 ПЗ	ф.2, р.220 ЧП	ф.2, р.260 А
1 кв. 2007 р.	158847	325581	75250	219791	13166	6789
2 кв. 2007 р.	159316	305320	75250	191404	21114	13884
3 кв. 2007 р.	190598	367405	75250	271045	34388	21234

4кв. 2007 р.	187004	513039	151250	300372	76023	29021
1кв. 2008 р.	205869	548072	151250	351796	18754	9270
2кв. 2008 р.	254167	596122	147224	451376	20913	18825
3кв. 2008 р.	393137	767141	414824	496684	31557	29570
4кв. 2008 р.	622034	834653	527410	702652	-145313	42186
1кв. 2009 р.	615519	732854	527410	592863	782	12143
2кв. 2009 р.	607247	638149	522771	492577	3019	25071
3кв. 2009 р.	599501	728026	594175	548534	-25200	40448
4кв. 2009 р.	627926	841614	579316	648022	35953	59331
1кв. 2010 р.	618973	817210	578848	591040	22781	16377
2кв. 2010 р.	618018	761649	577567	549363	9555	34696
3кв. 2010 р.	612441	842842	336712	909597	-34643	53023
4кв. 2010 р.	768544	924293	292904	985098	5872	72936
1кв. 2011 р.	775797	775768	352463	784683	567	15123
2кв. 2011 р.	818036	789949	275597	875564	25039	30960

Джерело: фінансова звітність компанії

З форми 1 «Баланс» використовуються такі дані: «Основні засоби - залишкова вартість (ОсЗ)» (ф.1, р. 030); «Оборотні активи - всього (ОА)» (ф.1, р. 260); «Довгострокові зобов'язання - всього (ДсЗ)» (ф.1, р. 480); «Поточні зобов'язання - всього (ПЗ)» (ф.1, р. 620). З форми 2 «Звіт про фінансові результати» використовується всього 2 показники: «Чистий прибуток (збиток) (ЧП)» (ф.2, р. 220) та «Амортизація (А)» (ф.2, р. 260).

На основі даних табл. 3.1 обчислюються складові модифікованого грошового потоку. При цьому варто зауважити, що такі складові, як чистий прибуток та амортизація входять до складу модифікованого грошового потоку в явному вигляді і, з формальної точки зору, не потребують додаткової обробки. Проте насправді слід врахувати, що в щоквартальній звітності дані форми 2, такі як прибуток та

амортизація наводяться протягом кожного року наростаючим підсумком. Тому для коректного відображення в складі модифікованого грошового потоку ці показники мають бути все ж скорегованими. Сутність цього корегування полягає в тому, що для першого кварталу кожного року суми прибутку та амортизація залишаються без змін, а для всіх послідуєчих кварталів – обчислюються як різниця значення розрахункового (поточного) та попереднього кварталу.

Інші складові модифікованого грошового потоку обчислюються за методикою, наведеною в п. 1.3. Розрахунки здійснювалися в середовищі Microsoft Excel, їх результати представлені в табл. 3.2.

Таблиця 3.2.

Результати обчислення модифікованого грошового потоку ЗАТ «АВК» за період з 2007 по 2011 р.р. (тис.грн.)

Період	Чистий прибуток	Амортизація	Приріст ЧРК	Чисті інвестиції в осн. засоби	Приріст довгост. заборгов.	Модифікований грошовий потік
1кв. 2007 р.	13166	6789	...	...	...	...
2кв. 2007 р.	7948	7095	8126	7564	0	30733
3кв. 2007 р.	13274	7350	-17556	38632	0	41700
4кв. 2007 р.	41635	7787	116307	4193	76000	93922
1кв. 2008 р.	18754	9270	-16391	28135	0	39768
2кв. 2008 р.	2159	9555	-51530	57853	-4026	22063
3кв. 2008 р.	10644	10745	125711	149715	267600	29215
4кв. 2008 р.	-176870	12616	-138456	241513	112586	-173783
1кв. 2009 р.	782	12143	7990	5628	0	26543
2кв. 2009 р.	2237	12928	5581	4656	-4639	30041
3кв. 2009 р.	-28219	15377	33920	7631	71404	-42695
4кв. 2009 р.	61153	18883	14100	47308	-14859	156303
1кв. 2010 р.	22781	16377	32578	7424	-468	79628
2кв. 2010 р.	-13226	18319	-13884	17364	-1281	9854
3кв. 2010 р.	-44198	18327	-279041	12750	-240855	-51307

4кв. 2010 р.	40515	19913	5950	176016	-43808	286202
1кв. 2011 р.	567	15123	51890	22376	59559	30397
2кв. 2011 р.	24472	15837	-76700	58076	-76866	98551

Джерело: власні розрахунки на базі даних звітності підприємства

Коментуючи результати обчислення модифікованого грошового потоку для ЗАТ «АВК», варто звернути увагу на дві обставини. По-перше, хоч вихідні дані для обчислення модифікованого грошового потоку були доступні за 18 кварталів, самих значень грошового потоку обчислено 17. Одне втрачене спостереження пояснюється використанням показників, що обчислюються як прирости певних величин. До таких відносяться приріст чистого робочого капіталу ( $\Delta\text{ЧРК}$ ), чисті інвестиції в основні засоби ( $\text{ЧІОсЗ}$ ) та приріст довгострокової заборгованості ( $\Delta\text{ДсЗ}$ ). Втрачене спостереження може бути відновлене шляхом екстраполяції, проте така процедура вносить певні викривлення в результати подальшого аналізу. Щоб уникнути можливих викривлень через екстраполяцію, ми відмовимося від неї й будемо проводити подальший аналіз використовуючи ряд даних із 17 спостережень.

По-друге, варто звернути увагу на вкрай велике негативне значення модифікованого грошового потоку, отримане в 4 кварталі 2008 року. Воно є статистично нетиповим, оскільки для всіх інших років четвертий квартал характеризується відносно високими значеннями модифікованого грошового потоку. Таке негативне значення спричинено значною девальвацією національної валюти восени 2008 (більш ніж на 60%), в результаті чого компанія була змушена переоцінити свої валютні запозичення виходячи з нового курсу, і втрати, пов'язані з такою переоцінкою, віднести собі на витрати. А враховуючи, що кредитний портфель компанії був досить значним, то це суттєво вплинуло на фінансові результати компанії за підсумками 4 кварталу 2008 року.

Оскільки це значення є нетиповим зі статистичної точки зору і не зумовленим результатами операційної діяльності компанії, то варто нівелювати його вплив на результати аналізу. Для того, щоб не втрачати ще одне спостереження, було вирішено замінити від'ємне значення грошового потоку на нульове. В результаті отримано грошовий потік, що в графічній формі представлено на рис. 3.2.

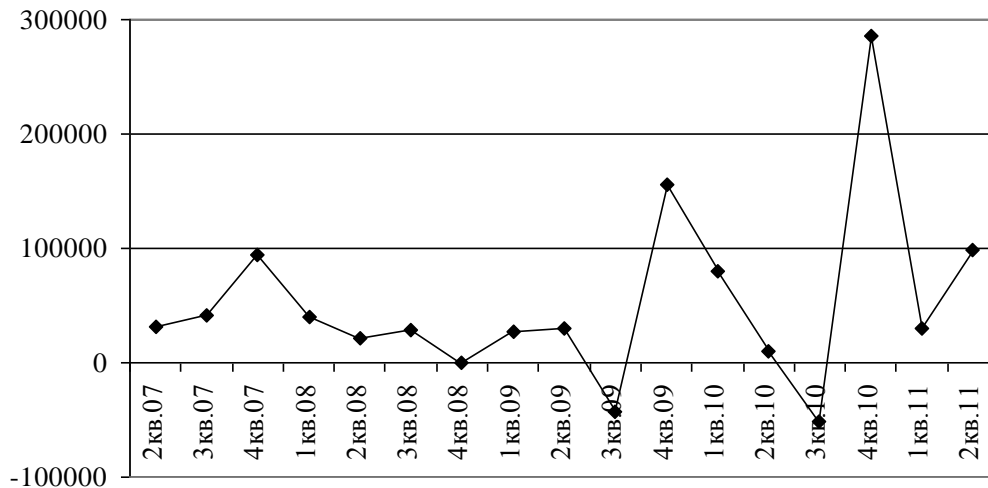


Рис. 3.2. Динаміка модифікованого грошового потоку компанії «АВК» за 2007-2011 р.р. (тис.грн.)

Джерело: власні розрахунки.

Аналіз динаміки модифікованого грошового потоку, наведеного на рис. 3.2, попри значний вплив фактору сезонності, все ж дозволяє стверджувати про наявність висхідного тренду. Тому, у відповідності до поліваріантної моделі оцінювання диверсифікованої компанії, для побудови базової оцінки вартості компанії «АВК» необхідно здійснити процедуру прогнозування її грошових потоків на 1 рік (4 квартали).

Розв'язання задачі прогнозування часового ряду допускає різні підходи до її вирішення. Проте було вирішено скористатися методикою побудови економетричної мультиплікативної моделі динаміки, наведеної у роботі Т.С. Клебанової та інших авторів [75, с. 89-98]. Перевагами даної методики в контексті нашої задачі є, зокрема, той факт, що приклад побудови прогнозу будується на основі щоквартальних даних, а також вона дозволяє врахувати вплив фактору сезонності.

Як було зазначено, для прогнозування обрано мультиплікативну модель. Її зміст полягає у тому, що динаміка реального часового ряду (Y) представляється через добуток чотирьох складових: T – тренд (або еволюторна складова); C – циклічна складова; S – сезонна складова; R – випадкова складова. У вигляді формули ця модель може бути представлена таким співвідношенням:

$$Y = T \cdot C \cdot S \cdot R \quad (3.2)$$

При побудові моделі першим кроком є очищення фактичних даних від впливу сезонної складової. Для цього відбувається згладжування фактичних значень модифікованого грошового потоку методом ковзної середньої з лагом 4. У вигляді формули це можна представити наступним чином:

$$X_{ma}(t) = [X(t-2) + X(t-1) + X(t) + X(t+1)]/4, \quad (3.3)$$

$t$  – номер періоду часу (кварталу),  $t \in [3, 16]$ .

$X(t)$  – фактичні значення ряду модифікованого грошового потоку в кварталі  $t$ ;

$X_{ma}(t)$  – сезонне згладжене значення модифікованого грошового потоку, яке (хоча й з певною умовністю) відповідає періоду  $t$ .

Оскільки така процедура дозволяє отримати з чотирьох фактичних спостережень лише одне згладжене, то її застосування, на жаль, призводить до втрати 3 спостережень. Таким чином, із 17 значень вихідного ряду даних модифікованого грошового потоку після першого етапу сезонного згладжування залишається лише 14. Отриманий ряд даних називається «ковзні середні» (MA-Moving averages).

Проте за методикою, наведеною у роботі Т.С. Клебанової, передбачається додаткова процедура згладжування раніше отриманого ряду ковзних середніх із лагом 2, яка дозволяє отримати ряд центрованих ковзних середніх (СМА-Centredmovingaverages). Її доцільність пояснюється необхідністю часткового усунення міжрічних відмінностей [75, с. 89]. Застосування додаткової процедури згладжування призводить до втрати ще одного спостереження. В результаті отриманий ряд центрованих ковзних середніх містить 13 спостережень. В графічному виді ряди ковзних середніх (МА) та центрованих ковзних середніх (СМА) наведені на рис. 3.3.

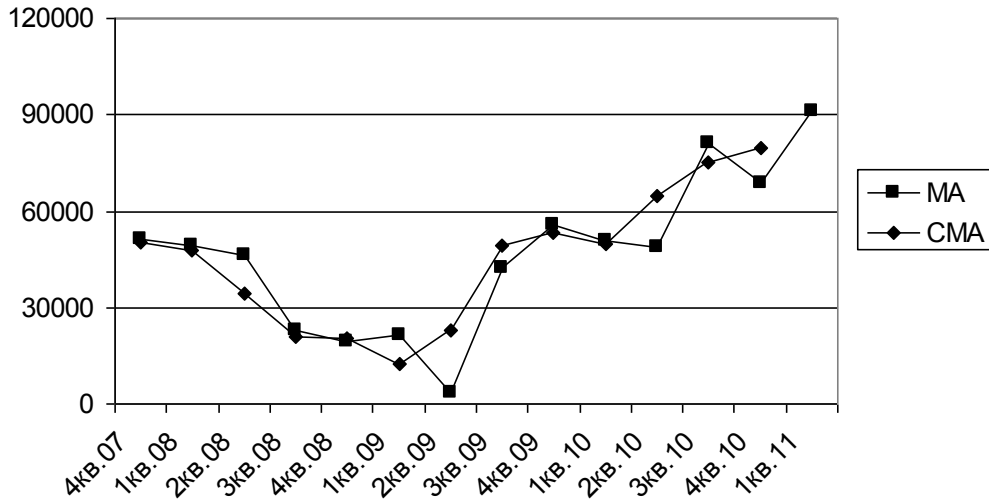


Рис. 3.3. Результати обчислення ковзних середніх та центрованих ковзних середніх модифікованого грошового потоку компанії «АВК»

Джерело: власні розрахунки.

Як видно з рис. 3.3, застосування додаткової процедури згладжування очікувано дозволяє зменшити варіацію значень показників ряду СМА порівняно з рядом МА.

Наступною задачею є виділення трендової складової на основі значень ряду центрованих ковзних середніх. Для отримання рівняння тренду використовуються стандартні можливості Microsoft Excel. Результат побудови тренду і його рівняння наведені на рис. 3.4.

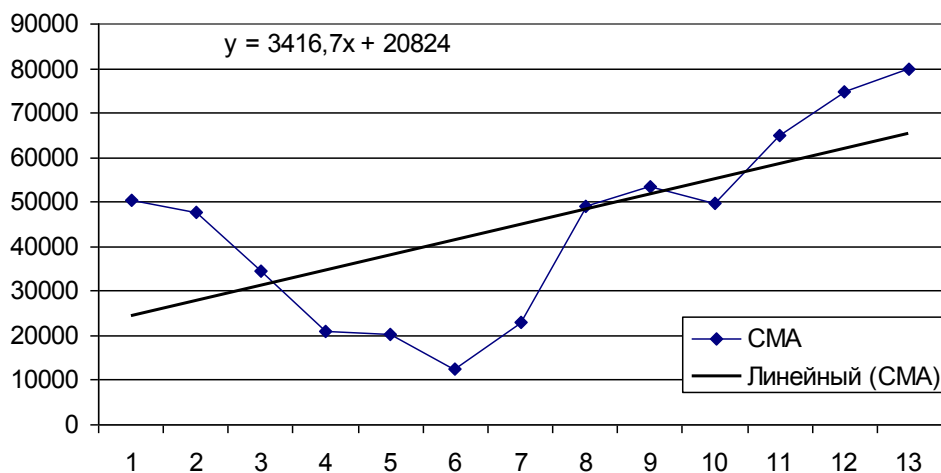


Рис. 3.4. Побудова тренду для ряду центрованих ковзних середніх модифікованого грошового потоку «АВК».

Джерело: власні розрахунки.

По осі X на графіку на рис. 3.4 відображено номери кварталів. Перший квартал відповідає 4 кварталу 2007 року, а останній, одинадцятий період, – 4 кварталу 2010 р. Нумерування кварталів важливе для інтерпретації отриманого рівняння тренду, яке представлено виразом:  $y = 3416,7 * X + 20824$ . У цьому рівнянні змінна X якраз і представляє номер кварталу, для якого обчислюється трендова складова модифікованого грошового потоку.

Отже, для того, щоб отримати прогнозні значення трендової складової на 3-4 квартали 2011 р. та 1-2 квартали 2012 р., необхідно підставити у рівняння тренду замість X номери цих кварталів. Враховуючи, що номерам 14 та 15 відповідають 1 та 2 квартали 2011 р., то 3-4 кварталам 2011 р. та 1-2 кварталам 2012 р. відповідатимуть номери з 16 по 19.

За результатами аналізу встановлено, що отриманий результат побудови тренду підтверджує справедливість припущення про наявність висхідного тренду в динаміці модифікованого грошового потоку. Проте глибока «яма» в середині аналізованого періоду, яка спричинена негативними наслідками глобальної фінансово-економічної кризи 2008 року, призводить до того, що висхідна тенденція тренду не є сильною.

Наступною задачею є визначення коефіцієнтів циклічної складової (С). Вона обчислюється як співвідношення значень центрованої ковзної середньої (СМА) до значень трендової складової (Т) в кожному періоді, тобто  $C = CMA/T$ . Результати обчислень представлені в табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Обчислення циклічної складової для ряду даних модифікованого грошового потоку компанії АВК

Номер періоду	Центровані ковзні середні (СМА)	Трендова складова (Т)	Циклічна складова $C=CMA/T$
1	50447	29951	1,684
2	47803	31721	1,507
3	34502	33491	1,030
4	21108	35261	0,599

5	20453	37032	0,552
6	12461	38802	0,321
7	23010	40572	0,567
8	49184	42342	1,162
9	53296	44112	1,208
10	49696	45882	1,083
11	64857	47652	1,361
12	74940	61824	1,212
13	79874	65241	1,224

Джерело: власні розрахунки.

Обчислені значення коефіцієнтів циклічної складової свідчать, що після глибокої кризи кінця 2008 – початку 2009 року динаміка модифікованого грошового потоку компанії «АВК» знаходиться на висхідній фазі циклічних коливань.

Далі вирішується задача визначення прогнозних сезонних коефіцієнтів. Для цього спочатку обчислюються фактичні значення сезонних коефіцієнтів як відношення фактичних значень модифікованого грошового потоку ( $Y$ ) до центрованих ковзних середніх (СМА) за формулою:  $S_t = Y_t / \text{СМА}_t$ . Результати обчислень групуються за роками та кварталами як представлено у табл. 3.4.

Як видно з табл. 3.4, обчислити фактичні значення сезонних коефіцієнтів можна за 4 квартал 2007 р. та всі квартали 2008 р., 2009 р. та 2010 р.

Далі для кожного кварталу обчислюється сума фактичних сезонних коефіцієнтів. Після цього методикою, наведеною в роботі Т.С. Клебанової, передбачається обчислення модифікованого середнього шляхом вилучення в кожному кварталі максимального та мінімального фактичних значень індексів [75, с. 95-97]. Проте в нашому випадку повністю скористатися такими рекомендаціями немає можливості через критично низьку кількість спостережень. Але варто зазначити, що вилучення екстремального значення нами здійснювалося раніше, коли ми вилучили з розгляду критично велике від'ємне значення модифікованого грошового потоку для 4 кварталу 2008 року.

Таблиця 3.4.

Обчислення прогнозних сезонних індексів для модифікованого грошового потоку компанії «АВК»

Роки	Квартали			
	1	2	3	4
2007	...	...	...	1,862
2008	0,832	0,639	1,384	0,000
2009	2,130	1,306	-0,868	2,933
2010	1,602	0,152	-0,685	3,583
Сума фактичних сезонних коефіцієнтів	4,564	2,097	-0,169	8,378
Середні сезонні коефіцієнти	1,521	0,699	-0,056	2,094
Скореговані середні сезонні коефіцієнти	1,429	0,657	-0,053	1,967
Сезонні індекси, %	143%	66%	-5%	197%

Джерело: власні розрахунки.

На даному ж етапі ми змушені обчислити звичайні середні сезонні коефіцієнти як середньоарифметичне значення фактичних сезонних індексів для кожного кварталу. Після цього відбувається корегування середніх сезонних коефіцієнтів. Завдання корегування полягає в тому, аби забезпечити, щоб сума середніх сезонних коефіцієнтів для всіх чотирьох кварталів дорівнювала 4. Для наочності скореговані середні сезонні коефіцієнти можуть бути представлені у відсотках як сезонні індекси.

Як показують результати обчислень, найменше значення сезонних індексів відповідає третьому кварталу (-5%). Це, в цілому, підтверджується фактичними даними модифікованого грошового потоку. Найбільші ж сезонні індекси з невеликим розривом мають четвертий та перший квартали. Така сезонність притаманна саме кондитерській галузі, оскільки на осінньо-зимовий період припадає пік продажів, що й підтверджують статистичні дані про обсяг продажів по кварталах.

Маючи дані для обчислення трендової, циклічної та сезонної складових, можна перейти до прогнозування значень модифікованого грошового потоку на 3-4

квартали 2011 року та 1-2 квартали 2012 року. Покажемо, як це здійснюється на прикладі 3 кварталу 2011 р.

Спочатку визначається трендова складова. Нагадаємо, що третьому кварталу 2011 р. відповідає номер 16. Тоді, згідно з формулою 3.2:

$$T(16) = 3416,7 * 16 + 20824 = 75491,2.$$

Для обчислення прогнозного значення модифікованого грошового потоку для 3 кварталу 2011 року отримане значення трендової складової треба помножити на значення сезонного індексу та циклічного коефіцієнту. При виборі циклічного коефіцієнту візьмемо лаг в 5 періодів (що відповідає приблизно 1,5 рокам). Такий вибір лагу виходить з припущення, що сприятлива тенденція циклічної фази зростання, якою характеризуються остання половина досліджуваного періоду (після 2 кварталу 2009 року), буде властива й прогнозованому періоду. Таким чином, значення циклічного коефіцієнта  $C(16) = C(11) \approx 1,11$ . Значення сезонного індексу для третього кварталу визначається однозначно й дорівнює воно -5%.

Таким чином, прогнозне значення модифікованого грошового потоку для 3 кварталу 2011 року (16 періоду) визначається за співвідношенням:

$$Y(16) = T(16) \cdot C(16) \cdot S(3) = 75\,491,2 \cdot 1,11 \cdot (-0,05) \approx -4426,6 \text{ (тис.грн.)}$$

За вищенаведеною методикою визначаються прогнозні значення модифікованого грошового потоку для решти кварталів 2011 та 2012 року.

Для оцінки адекватності побудованої моделі прогнозування пропонується звернутися до графіка на рис. 3.5. Як видно з графіка, на ньому наведено два ряди даних. Фактичний відображає реальну динаміку модифікованого грошового потоку компанії з 2 кварталу 2007 р. по 2 квартал 2011 р., а другий – результати обчислень за моделлю за період з 4 кварталу 2007 р. по 2 квартал 2012 р.

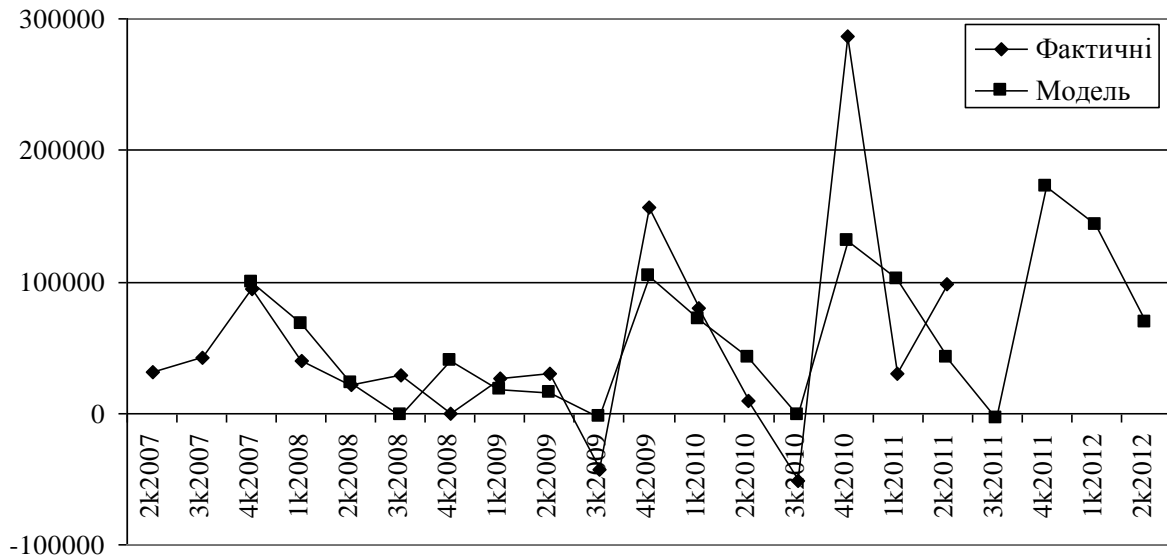


Рис. 3.5. Фактичні та обчислені за мультиплікативною моделлю значення модифікованого грошового потоку компанії «АВК».

Джерело: власні розрахунки.

Порівняння динаміки фактичного й модельного рядів даних дозволяє визначити такі її особливості. Зміна значень модельного ряду є значно м'якшою, тоді як фактичні значення характеризуються наявністю різких «стрибків». Така невідповідність не є істотною проблемою, оскільки головною задачею розробки моделі був не опис реальної поведінки модифікованого грошового потоку, а виявлення тенденцій в зміні його середніх значень, які можуть істотно вплинути на оцінку вартості компанії. З тих же міркувань не є критичним сильне відхилення фактичного й розрахункового значень у 4 кварталі 2010 р.

Як видно з графіку, сильне позитивне відхилення фактичних значень від розрахункових у 4 кв. 2010 р. компенсувалося нетипово низьким значенням грошового потоку у 1 кв. 2011 р. Тому середні фактичні значення модифікованого грошового потоку виявляються близькими до розрахованих за моделлю величин.

Отримані значення прогнозів модифікованого грошового потоку на 3-4 кв. 2011 р. та 1-2 кв. 2012 р. дозволяють перейти до обчислення базової оцінки вартості компанії «АВК». Для цього фактичні значення модифікованого грошового потоку і прогноз на 1 рік підлягають дисконтуванню. При цьому слід обґрунтувати ставку дисконту. Як зазначалося, підходи до обґрунтування ставки дисконту можуть бути

різними. Зважаючи на рівень середніх депозитних ставок надійних банків та офіційний рівень інфляції, було обрано дисконтну ставку на рівні 16% річних, що в перерахунку до квартальної розмірності становить 4%.

Результати обчислення дисконтованого грошового потоку та базової оцінки вартості компанії за формулою 3.1 наведені в табл. 3.5.

Таблиця 3.5.

Результати обчислення дисконтованого грошового потоку компанії «АВК» за період 2007-2012 р.р. (тис.грн.)

№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтв. МГП	№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтв. МГП
1	2кв. 2007	30733	15777	12	1кв. 2010	79628	62931
2	3кв. 2007	41700	22264	13	2кв. 2010	9854	8099
3	4кв. 2007	93922	52152	14	3кв. 2010	-51307	-43857
4	1кв. 2008	39768	22965	15	4кв. 2010	286202	254433
5	2кв. 2008	22063	13250	16	1кв. 2011	30397	28104
6	3кв. 2008	29215	18248	17	2кв. 2011	98551	94761
7	4кв. 2008	0	0	18	3кв. 2011	-4427	-4256
8	1кв. 2009	26543	17931	19	4кв. 2011	172370	159366
9	2кв. 2009	30041	21106	20	1кв. 2012	142603	126774
10	3кв. 2009	-42695	-31197	21	2кв. 2012	68918	58911
11	4кв. 2009	156303	118777	22	Сума		1 016 539

Джерело: власні розрахунки.

Як видно з табл. 3.5, сумарне значення дисконтованих компонентів модифікованого грошового потоку компанії «АВК» дорівнює 1 016 539 тис. грн. Проте слід врахувати, що цей результат отримано на базі грошового потоку, що містив 21 квартал. Щоб перейти до коректної базової оцінки компанії, слід привести отриманий результат до еквіваленту 20 кварталів, що відповідає тривалості розрахункового періоду рівно 5 років. Найпростішим способом вирішення цієї задачі є множення отриманої оцінки на корегуючий коефіцієнт 20/21. В результаті отримаємо 968 132 тис. грн., що і буде прийнято за базову оцінку вартості компанії.

Але діяльність компанії «АВК» характеризується наявністю товарно-асортиментної диверсифікації, яка має бути врахована при оцінці її вартості у відповідності до поліваріантної моделі. Для цього треба врахувати індекс ентропії, який відображає специфічну міру різноманітності номенклатури продуктів компанії. За результатами обчислень, наведеними в п.2.3, середній індекс ентропії компанії «АВК» дорівнює приблизно 1,3.

Оскільки зарубіжних виробничих філій компанія не має і не характеризується наявністю вертикальної диверсифікації, то коефіцієнти регіональної та вертикальної диверсифікації дорівнюють одиниці.

Тоді остаточна інтегральна оцінка вартості компанії з урахуванням рівня її диверсифікованості у відповідності до поліваріантної моделі визначається за таким співвідношенням:

$$V_i = V_b \cdot I_e \cdot K_{рд} \cdot K_{вд} = 968\,132 \cdot 1,3 \cdot 1 \cdot 1 \approx 1\,258\,571 \text{ тис. грн.}$$

Отже, повна вартість компанії «АВК», визначена за допомогою поліваріантної моделі, яка враховує рівень її диверсифікованості, становить приблизно 1 258 571 тис. грн.

### **3.2. Емпірична верифікація поліваріантної моделі, переваги та умови її використання**

У попередньому параграфі розглянуто приклад оцінювання вартості компанії «АВК» на основі застосування поліваріантної моделі. Після здійснення всіх процедур отримано оцінку вартості компанії, яка становить приблизно 1 258,6 млн. грн. Проте виникає питання, наскільки точною є отримана оцінка?

Для відповіді на це питання слід порівняти отриманий з використанням запропонованої поліваріантної моделі результат оцінки з оцінками, отриманими іншими способами. При цьому, звичайно, найкращим орієнтиром була б ринкова оцінка вартості даної компанії. Проте, на жаль, дані про ринкові продажі диверсифікованих підприємств кондитерської промисловості України відсутні.

Виходячи із організаційно-правових форм вітчизняних підприємств кондитерської галузі, а саме практичної відсутності серед них відкритих акціонерних товариств, ринок котирувань акцій кондитерських підприємств, відповідно, також відсутній.

Компанія «АВК» була обрана як базовий об'єкт оцінки серед інших компаній кондитерської галузі, оскільки для неї існують опосередковані, але відносно достовірні оцінки її вартості. Інвестиційний фонд «Горизонт Капітал», який є власником блокуючого пакету акцій (25,1%) компанії «АВК», оцінює вартість своєї частки в 34,85 млн.\$ [1376 с. 21]. Виходячи зі значення курсу 8 гривень за 1 долар США, вартість 100% акцій компанії «АВК» становитиме приблизно 1 115,2 млн. грн. ( $34,85 * 8 * 4$ ), що є доволі близькою оцінкою, порівнюючи з результатом, отриманим з використанням поліваріантної моделі. Крім того, враховуючи факт, що за базу порівняння ми взяли вартість блокуючого пакету і спроектували його на вартість контрольного пакету, можна говорити, що вартість в 1 115,2 млн.грн може бути заниженою, оскільки вартість акції в контрольному пакеті може бути більшою, ніж в блокуючому. Зазначене свідчить про те, що використання поліваріантної моделі дозволяє отримати адекватні результати оцінки вартості диверсифікованих підприємств.

Однак у випадку з «АВК» ми мали справу з відносно простою задачею оцінювання вартості диверсифікованої компанії. Оскільки для компанії «АВК» нам не доводилося оцінювати регіональну та вертикальну диверсифікацію, що, як показує практика, є доволі складною проблемою.

Отже, розглянемо можливість використання поліваріантної моделі для оцінки вартості диверсифікованих компаній, що характеризуються регіональною та вертикальною диверсифікацією, на прикладі кондитерської корпорації «Рошен». Оскільки значна частина процедури повторює етапи, вже раніше розглянуті на прикладі ЗАТ «АВК», то будемо розглядати її в спрощеному вигляді.

Отже, спочатку обчислюються значення модифікованого грошового потоку на основі даних звітності підприємства. Результати обчислення представлені в табл. 3.6.

Таблиця 3.6.

Результати обчислення модифікованого грошового потоку корпорації  
«Рошен» за період з 2007 по 2011 р.р. (тис.грн.)

Період	Чистий прибуток	Амортизація	Приріст ЧРК	Чисті інвестиції в осн. засоби	Приріст довгост. заборгов.	Модифікований грошовий потік
1кв. 2007 р.	47364	1401	...	...	...	...
2кв. 2007 р.	45505	2438	-90082	6267	0	-35872
3кв. 2007 р.	50387	1844	-89165	36894	0	-40
4кв. 2007 р.	100132	5331	-17032	49165	-1781	139377
1кв. 2008 р.	71162	6374	71888	204967	0	354391
2кв. 2008 р.	97253	9213	125322	2932	0	234720
3кв. 2008 р.	102265	10652	110650	1564	0	225131
4кв. 2008 р.	-244227	9803	-206718	1133	0	-440009
1кв. 2009 р.	175395	9202	-39159	2843	0	148281
2кв. 2009 р.	144581	9909	222922	1895	0	379307
3кв. 2009 р.	154817	9619	165566	2304	0	332306
4кв. 2009 р.	300570	7650	305081	-43367	0	569934
1кв. 2010 р.	226960	7548	299224	9279	0	543011
2кв. 2010 р.	167788	7522	159863	2496	0	337669
3кв. 2010 р.	197412	7596	113798	3925	0	322731
4кв. 2010 р.	361944	6885	395207	21269	0	785305
1кв. 2011 р.	237674	9355	217774	-10019	0	454784
2кв. 2011 р.	112175	64478	-516024	40599	0	-298772

Джерело: власні розрахунки на базі даних звітності підприємства

Певною особливістю, яку можна спостерігати при обчисленні модифікованого грошового потоку корпорації «Рошен», є те, що дана компанія майже не користується довгостроковими джерелами кредитних ресурсів. Після погашення у 4 кв. 2007 р. відносно незначної суми довгострокового банківського кредиту, залишки довгострокової кредиторської заборгованості стали нульовими. Відповідно прирости теж дорівнювали нулеві для всіх кварталів 2008-2011 років.

З метою побудови прогнозу модифікованого грошового потоку компанії «Рошен» на 3-4 кв. 2011 р. та 1-2 кв. 2012 р. була застосована процедура, подібна до

описаної на прикладі компанії «АВК». Цьому передувало корегування від'ємного значення модифікованого грошового потоку, яке було отримано у 4 кварталі 2008 р. Як пояснювалося на прикладі компанії «АВК», така ситуація була пов'язана з разовою подією, зміст якої полягав у переоцінці суми валютних кредитів після різкої девальвації гривні восени 2008 р. (при відсутності довгострокової заборгованості компанія «Рошен» мала заборгованість по короткострокових кредитах банків). Така подія була статистично нетиповою, а також не обумовленою результатами операційної діяльності компанії. Тому, з метою нівелювання її впливу на подальші результати статистичного аналізу й прогнозування, було замінено від'ємне значення модифікованого грошового потоку цього кварталу на нульове.

Після цього було здійснено згладжування значень модифікованого грошового потоку. Отримані в результаті центровані ковзні середні значення модифікованого грошового потоку були використані для побудови тренду, результати якого наведені на рис. 3.6.

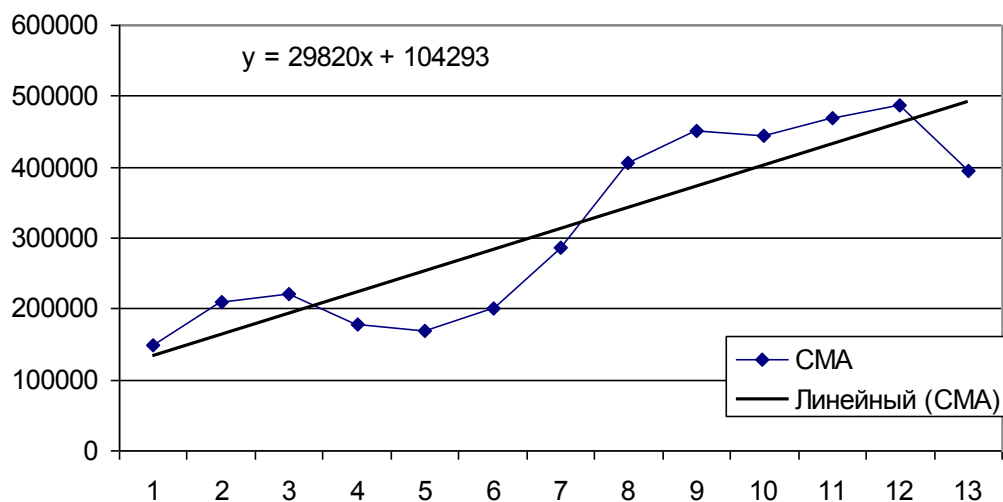


Рис. 3.6. Побудова тренду для ряду центрованих ковзних середніх модифікованого грошового потоку компанії «Рошен».

Джерело: власні розрахунки.

Нагадаємо, що по осі X на графіку на рис. 3.6 відображено номери кварталів. Перший квартал відповідає 4 кварталу 2007 року, а останній, тринадцятий період, — 4 кварталу 2010 р. На графіку відображено рівняння отриманого лінійного тренду, яке представлено виразом:  $y = 29820 \cdot X + 104293$ . У цьому рівнянні змінна X

представляє номер кварталу, для якого обчислюється трендова складова модифікованого грошового потоку.

Наведений на рис. 3.6 графік засвідчує наявність висхідного тренду в динаміці модифікованого грошового потоку компанії «Рошен», що обумовлює доцільність визначення його прогнозних значень на 4 квартали. Також варто зазначити, що порівняння результатів побудови тренду для компанії «Рошен» та «АВК» свідчить про кращий результат у компанії «Рошена». Причиною такого висновку є відносно плавні коливання центрованих ковзних середніх навколо лінійного тренду, що свідчить про можливість коректного виділення циклічної складової. У випадку компанії «АВК» ми мали ситуацію дуже нечіткої циклічної компоненти.

Для обчислення циклічної компоненти необхідно поділити значення центрованих ковзних середніх ряду модифікованого грошового потоку на теоретичні значення, обчислені за рівнянням побудованого лінійного тренду. Результат обчислень в графічній формі наведено на рис. 3.7.

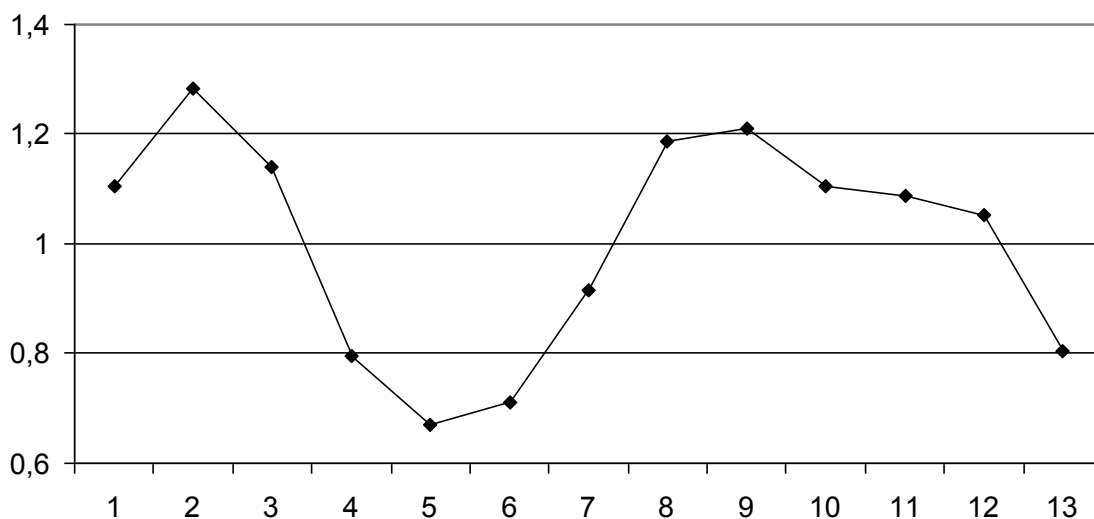


Рис. 3.7. Значення циклічної складової модифікованого грошового потоку компанії «Рошен».

Джерело: власні розрахунки

Як видно з ілюстрації на рис. 3.7, динаміка модифікованого грошового потоку компанії «Рошен» дійсно характеризується наявністю циклічної складової. Якщо керуватися піковими значеннями при визначенні довжини циклічної складової, то

вона дорівнює приблизно 8 кварталів (або 2 роки). Такий висновок зроблено на тій підставі, що піки першої та другої хвиль припадають на 2 та 9 квартали відповідно.

Далі покажемо, як обчислюється прогнозне значення модифікованого грошового потоку компанії «Рошен» на прикладі 3 кварталу 2011 р., якому відповідає порядковий номер 16. Оскільки ми визначилися, що циклічна складова для компанії «Рошен» має тривалість 8 місяців, то й лаг при виборі циклічного коефіцієнту теж становитиме 8 місяців. Тоді  $C(16) = C(8) \approx 1,19$ . Сезонний коефіцієнт, обчислений для компанії «Рошен», що відповідає третьому кварталу, дорівнює 0,803 (або приблизно 80%).

Тоді прогнозне значення модифікованого грошового потоку компанії «Рошен» для 3 кварталу 2011 р. можна визначити як добуток трендової, циклічної та сезонної складових за таким співвідношенням:

$$Y(16) = T(16) \cdot C(16) \cdot S(3) = (29820 \cdot 16 + 104293) \cdot 1,19 \cdot 0,803 \approx 553924,7 \text{ (тис. грн.)}$$

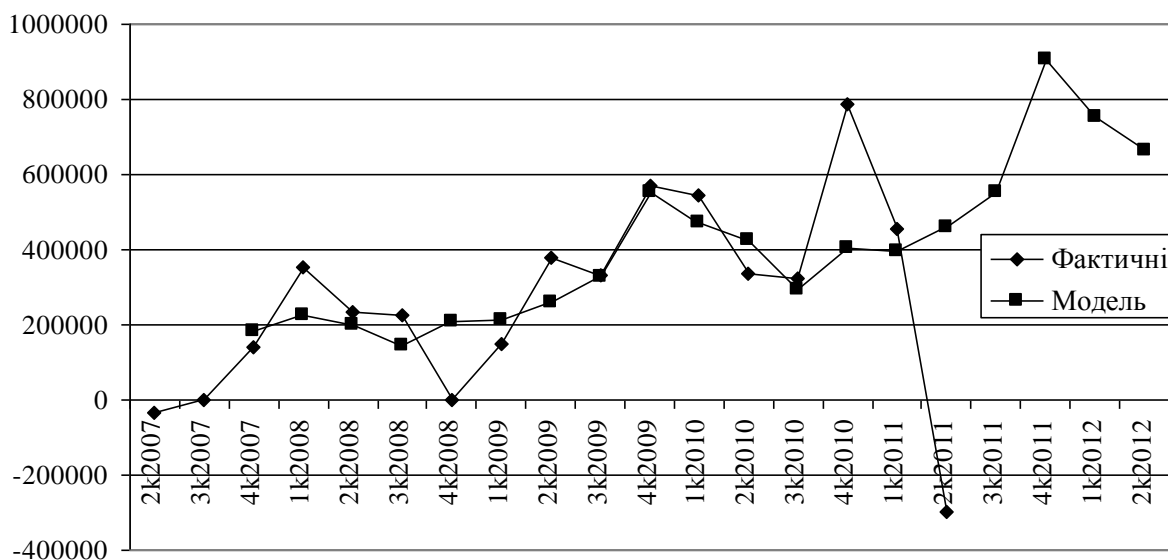


Рис. 3.8. Фактичні та обчислені за мультиплікативною моделлю значення модифікованого грошового потоку компанії «Рошен».

Джерело: власні розрахунки.

Для решти трьох кварталів прогнозні значення обчислюються аналогічно. Оцінку адекватності побудованого прогнозу пропонується здійснити, звернувшись до рис. 3.8, де наведені як фактичні обчислені значення модифікованого грошового

потоків компанії «Рошен», так і їх теоретична апроксимація за допомогою мультиплікативної моделі, а також прогноз на 3-4 кв. 2011 р. та 1-2 кв. 2012 р.

Якщо пояснювати наведений на рис. 3.8 результат, то варто звернути увагу на значне відхилення отриманого за допомогою моделі результату для 2 кварталу 2011 р. від фактичного значення цього періоду. Відносити цей факт до суттєвих недоліків моделі не варто, оскільки фактичне значення є статистично нетиповим як для даного періоду, так і взагалі для грошового потоку компанії «Рошен». Подібна ж ситуація спостерігалася і в 4 кварталі 2008 року, і тоді виникла потреба штучно корегувати фактичне значення через його істотний вплив на всі результати аналізу.

В 2 кварталі 2010 року від'ємне значення модифікованого грошового потоку спричинено різким зростання поточних зобов'язань. Зокрема, зросла кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги та заборгованість за розрахунками з учасниками. Зростання заборгованості за розрахунками з учасниками викликане частковою виплатою дивідендів (розподілом прибутку) між учасниками, про що свідчить суттєве зменшення статті «Нерозподілений прибуток».

В даному випадку в штучному корегуванні потреби немає, оскільки модель доволі успішно згладжує сильне позитивне відхилення 4 кв. 2010 р. і сильне негативне відхилення 2 кв. 2011 р., тим самим забезпечуючи прийнятний середній результат.

Наступним кроком є обчислення дисконтованих значень фактичного й прогнозного модифікованого грошового потоку компанії «Рошен». Для цього застосовується процедура, подібна до описаної на прикладі «АВК». Ставку дисконту також зафіксуємо на рівні 4% для кварталу (або 16% річних). Результати обчислення дисконтованого грошового потоку та базової оцінки вартості компанії наведені в табл. 3.7.

Як видно з табл. 3.7, сумарне значення дисконтованих компонентів модифікованого грошового потоку компанії «Рошен» дорівнює 5 722 217 тис. грн. Проте, як і у випадку з компанією «АВК», слід врахувати, що цей результат отримано на базі грошового потоку, що містив 21 квартал. Тому необхідно перейти до коректної базової оцінки компанії шляхом приведення отриманого результату до

еквіваленту 20 кварталів, що відповідає тривалості розрахункового періоду 5 років. Для цього помножимо отриману оцінку вартості на корегуючий коефіцієнт 20/21. В результаті отримаємо 5 449 731 тис. грн., що можна прийняти за базову оцінку вартості компанії «Рошен».

Таблиця 3.7.

Результати обчислення дисконтованого грошового потоку компанії «Рошен»  
за період 2007-2012 р.р. (тис.грн.)

№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП	№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП
1	2кв. 2007	-35872	-18416	12	1кв. 2010	543011	429149
2	3кв. 2007	-40	-21	13	2кв. 2010	337669	277539
3	4кв. 2007	139377	77391	14	3кв. 2010	322731	275872
4	1кв. 2008	354391	204652	15	4кв. 2010	785305	698133
5	2кв. 2008	234720	140967	16	1кв. 2011	454784	420473
6	3кв. 2008	225131	140616	17	2кв. 2011	-298772	-287281
7	4кв. 2008	-440009	-285821	18	3кв. 2011	553925	532620
8	1кв. 2009	148281	100173	19	4кв. 2011	905634	837309
9	2кв. 2009	379307	266496	20	1кв. 2012	753874	670191
10	3кв. 2009	332306	242813	21	2кв. 2012	662442	566258
11	4кв. 2009	569934	433103	22	Сума		5 722 217

Джерело: власні розрахунки.

Наступним кроком є врахування товарно-асортиментної диверсифікації компанії «Рошен». Для цього треба визначити середній індекс ентропії, обчислений на основі питомої ваги окремих номенклатурних груп продукції компанії. В п. 2.3 наведено результати обчислення такого індексу для періоду з 2006 р. по 2010 р. Фактичні значення індексу ентропії компанії «Рошен» коливаються в діапазоні від 1,85 до 1,93. Середнє значення індексу ентропії дорівнює 1,88. Проте застосування такого індексу призведе фактично до подвоєння вартості корпорації «Рошен», що видається не зовсім коректним. Тому ми пропонуємо враховувати індекс ентропії, у випадку його перевищення величини 1,7 з ваговим коефіцієнтом 75%, у випадку якщо він знаходиться в межах 1,5-1,7 з коефіцієнтом 80%. Отримане розрахункове

зважене значення використовувати для врахування в оцінці вартості компанії при коригуванні базової вартості на рівень її товарно-асортиментної диверсифікації ( $1,88 * 75\% = 1,41$ ).

Проте далі ми переходимо до більш проблемних питань врахування регіональної та вертикальної диверсифікації в оцінці вартості компанії «Рошен». На жаль, чітких методичних рекомендацій стосовно того, якими показниками або методиками оцінювати рівень впливу регіональної або вертикальної диверсифікації на вартість компанії, на сьогоднішній день в науковій літературі не існує.

Також доводиться констатувати, що вирішити повністю цю задачу в рамках нашої роботи також не виявляється можливим, що є однією з найбільших проблем використання поліваріантної моделі в існуючому вигляді. Тому, на даний момент, при оцінюванні регіональної та вертикальної диверсифікації доводиться керуватися гіпотетичними припущеннями, які ще потребуватимуть подальшого дослідження та обґрунтування. Єдине виправдання щодо даної проблеми – це той факт, що під регіональною диверсифікацією ми розуміємо наявність закордонних саме виробничих підрозділів в складі активів української диверсифікованої компанії. На сьогодні таких компаній в Україні небагато. Тому для більшості українських підприємств застосування поліваріантної моделі базуватиметься на використанні більш глибоко методично відпрацьованих блоків, що дозволяє розраховувати на отримання результатів з високим рівнем достовірності.

Щодо врахування регіональної диверсифікації компанії «Рошен», то слід врахувати наявність однієї кондитерської фабрики в Росії та ще однієї в Литві. Крім того, корпорація «Рошен» має наміри створювати додаткові виробничі потужності в цьому регіоні. Оцінюючи експертним шляхом рівень регіональної диверсифікації компанії «Рошен», будемо ґрунтуватися на наступних гіпотезах:

- якщо підприємство має фабрику в одній країні – коефіцієнт регіональної диверсифікації дорівнює 1,15;
- якщо підприємство має фабрики в 2-х країнах – 1,2;
- якщо підприємство має фабрики більш ніж в 3-х країнах – 1,25;

Подібно до цього, ґрунтуючись на експертному підході та враховуючи наявність у випадку компанії «Рошен» як прямої, так і оберненої вертикальної диверсифікації, висловимо припущення, що коефіцієнт вертикальної диверсифікації дорівнює 1,1.

В такому випадку остаточно інтегральна оцінка вартості компанії «Рошен» з врахуванням рівня її диверсифікованості відповідно до поліваріантної моделі визначається за таким співвідношенням:

$$V_i = V_b \cdot I_e \cdot K_{рд} \cdot K_{вд} = 5\,449\,731 \cdot 1,41 \cdot 1,2 \cdot 1,1 \approx 10\,413\,039 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, повна вартість всієї корпорації «Рошен» згідно результатів, отриманих з використанням поліваріантної моделі, становить приблизно 10 413 млн. грн. Оскільки застосовані нами оцінки регіональної та вертикальної диверсифікації є доволі гіпотетичні, то за нижню оцінку вартості корпорації «Рошен» можна прийняти 7 684 млн. грн. Останній результат оцінки отримано за умови нівелювання додаткового впливу регіональної та вертикальної диверсифікації на вартість компанії «Рошен».

Таблиця 3.8.

Результати обчислення дисконтованого грошового потоку компанії «Конті» за період 2007-2011 р.р. (тис.грн.)

№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП	№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП
1	2кв. 2007	-95408	-48980	10	3кв. 2009	84717	61902
2	3кв. 2007	37048	19780	11	4кв. 2009	-95992	-72946
3	4кв. 2007	262700	145868	12	1кв. 2010	101318	80073
4	1кв. 2008	-5498	-3175	13	2кв. 2010	49012	40284
5	2кв. 2008	29955	17990	14	3кв. 2010	40665	34761
6	3кв. 2008	198604	124047	15	4кв. 2010	320343	284784
7	4кв. 2008	-54126	-35159	16	1кв. 2011	28621	26462
8	1кв. 2009	853887	576855	17	2кв. 2011	29261	28136
9	2кв. 2009	108234	76044	18	Сума		1 356 726

Джерело: власні розрахунки.

Коротко розглянемо результати оцінки вартості решти трьох провідних компаній кондитерської галузі – «Конті», «Бісквіт-Шоколад» та «Житомирські ласощі» – з використанням поліваріантної моделі.

Для компанії «Конті» у динаміці модифікованого грошового потоку за досліджуваний період висхідні або спадні тренди були відсутні. У зв'язку з цим та відповідно до рекомендацій поліваріантної моделі оцінювання вартості, прогнозування модифікованого грошового потоку на додатковий рік не здійснювалося. Оцінка базової вартості була обчислена на основі дисконтування фактичних значень модифікованого грошового потоку за період з 2007 по 2011 р.р., які наведені в табл. 3.8.

Як видно з табл. 3.8, сума дисконтованих значень модифікованого грошового потоку, обчислених за 17 кварталів, становить 1 356 726 тис. грн. Для того, щоб визначити базову оцінку компанії «Конті», треба скорегувати отриманий результат, привівши його до тривалості періоду, еквівалентного 5 рокам (20 кварталам). Для цього треба помножити отриману суму на корегуючий множник 20/17. У результаті отримаємо базову оцінку вартості компанії «Конті», яка становить приблизно 1 596 148 тис. грн.

Для врахування товарно-асортиментної диверсифікації в оцінці вартості компанії «Конті» помножимо базову оцінку вартості даної компанії на середній індекс ентропії, який дорівнює 1,1. Оскільки регіональною та вертикальною диверсифікацією компанія «Конті» не характеризується, то остаточна оцінка її вартості відповідно до поліваріантної моделі визначається за таким співвідношенням:

$$V_i = V_b \cdot I_e \cdot K_{рд} \cdot K_{вд} = 1\,596\,148 \cdot 1,1 \cdot 1 \cdot 1 \approx 1\,755\,763 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, повна вартість компанії «Конті» становить приблизно 1 755 млн. грн.

Розглянемо задачу оцінювання вартості компанії «Бісквіт-Шоколад». Для неї теж були обчислені значення модифікованого грошового потоку, і в їх динаміці було ідентифіковано висхідний тренд. У зв'язку з цим була побудована прогнозна модель, яка дозволила визначити значення модифікованого грошового потоку за 3-4

кв. 2011 р. та 1-2 кв. 2012 р. (див. рис. 3.9). До речі, можна зазначити, що для компанії «Бісквіт-Шоколад» отримано доволі адекватну модель прогнозування грошових потоків.

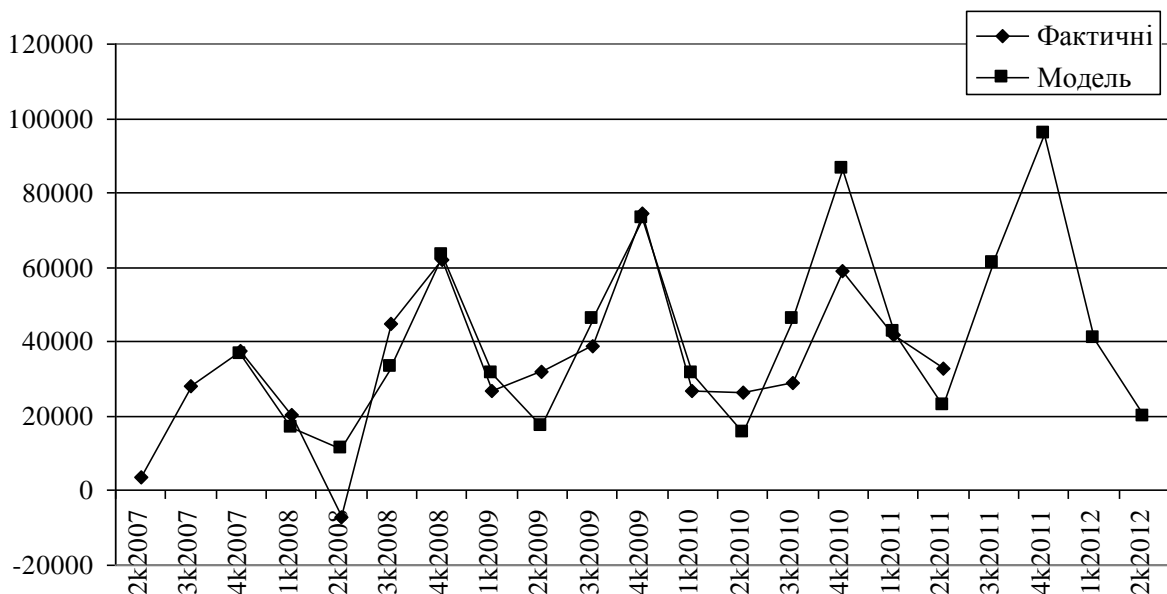


Рис. 3.9. Фактичні та обчислені за мультиплікативною моделлю значення модифікованого грошового потоку компанії «Бісквіт-Шоколад».

Джерело: власні розрахунки.

Після цього визначено сумарну вартість дисконтованих грошових потоків компанії (табл. 3.9).

Таблица 3.9.

Результати обчислення дисконтованого грошового потоку компанії «Бісквіт-Шоколад» за період 2007-2012 р.р. (тис.грн.)

№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП	№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП
1	2кв. 2007	3464	1778	12	1кв. 2010	26858	21226
2	3кв. 2007	28120	15013	13	2кв. 2010	26414	21710
3	4кв. 2007	37497	20821	14	3кв. 2010	28836	24649
4	1кв. 2008	20542	11862	15	4кв. 2010	58822	52293
5	2кв. 2008	-7035	-4225	16	1кв. 2011	41647	38505
6	3кв. 2008	44881	28033	17	2кв. 2011	32832	31569
7	4кв. 2008	62100	40339	18	3кв. 2011	61135	58784
8	1кв. 2009	26795	18102	19	4кв. 2011	95925	88688

9	2кв. 2009	31777	22326	20	1кв. 2012	40777	36251
10	3кв. 2009	38760	28322	21	2кв. 2012	20027	17119
11	4кв. 2009	74503	56616	22	Сума		629 781

Джерело: власні розрахунки.

Далі суму дисконтованих грошових потоків приведено до тривалості періоду в 5 років шляхом множення на корегуючий коефіцієнт 20/21. В результаті отримано базову оцінку вартості компанії «Бісквіт-Шоколад», яка становила 599 792 тис. грн. Для врахування впливу товарно-асортиментної диверсифікації визначено середнє значення індексу ентропії, яке становило 1,65. Тому знову застосуємо ваговий коефіцієнт 80%, і отримаємо значення індексу ентропії 1,32. Враховуючи, що регіональною диверсифікацією компанія «Бісквіт-Шоколад» не характеризується, але в її складі є виробники сировини, то остаточна оцінка її вартості компанії відповідно до поліваріантної моделі визначається за таким співвідношенням:

$$V_i = V_b \cdot I_e \cdot K_{рд} \cdot K_{вд} = 599\,792 \cdot 1,32 \cdot 1 \cdot 1,1 \approx 870\,898 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, повна вартість компанії «Бісквіт-Шоколад» становить приблизно 871 млн. грн.

Остання з компаній кондитерської галузі, оцінку вартості якої ми розглянемо, – це «Житомирські ласощі» (після реорганізації ТДВ «ЖЛ»). Висхідного або спадного тренду в динаміці модифікованого грошового потоку даної компанії за досліджуваний період не встановлено, отже процедура прогнозування не здійснювалася. Було обчислено сумарну вартість дисконтованих грошових потоків на основі фактичних даних (результати в табл. 3.10).

Таблиця 3.10.

Результати обчислення дисконтованого грошового потоку компанії «Житомирські ласощі» за період 2007-2011 р.р. (тис.грн.)

№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП	№	Період	Модифіков. грошов. потік	Дисконтов. МГП
1	2кв. 2007	-13811	-7090	10	3кв. 2009	38495	28128
2	3кв. 2007	-6982	-3728	11	4кв. 2009	24619	18708
3	4кв. 2007	14516	8060	12	1кв. 2010	33469	26451
4	1кв. 2008	-5545	-3202	13	2кв. 2010	3029	2490

5	2кв. 2008	17686	10622	14	3кв. 2010	-3843	-3285
6	3кв. 2008	55646	34756	15	4кв. 2010	24431	21719
7	4кв. 2008	1949	1266	16	1кв. 2011	18986	17554
8	1кв. 2009	5253	3549	17	2кв. 2011	-23812	-22896
9	2кв. 2009	11933	8384	18	Сума		141 486

Джерело: власні розрахунки.

Далі сумарне значення дисконтованих грошових потоків компанії «Житомирські ласощі» було приведено до тривалості періоду 5 років шляхом множення на корегуючий коефіцієнт 20/17. В результаті отримано базову оцінку вартості компанії, яка дорівнювала 166 454 тис. грн.

З метою врахування впливу товарно-асортиментної диверсифікації на вартість компанії «Житомирські ласощі» було визначено середнє значення індексу ентропії. Воно дорівнювало 1,35. Регіональною та вертикальною диверсифікацією компанія не характеризувалася, тому відповідні коефіцієнти дорівнюють 1. В остаточному вигляді оцінка вартості компанії матиме вигляд:

$$V_i = V_b \cdot I_e \cdot K_{рд} \cdot K_{вд} = 166\,454 \cdot 1,35 \cdot 1 \cdot 1 \approx 224\,712 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, вартість компанії «Житомирські ласощі» відповідно до поліваріантної моделі дорівнює приблизно 225 млн. грн.

Отже, вартість компанії «Житомирські ласощі» за використання поліваріантної моделі виявилася найменшою з-поміж досліджуваних компаній. Четверте місце за вартістю обіймає компанія «Бісквіт-Шоколад» з вартістю приблизно 871 млн. грн. На третьому місці виявилася компанія «АВК» з вартістю приблизно 1 258 млн. грн. Друге місце обійняла компанія «Конті» з вартістю приблизно 1 756 млн. грн. Найбільша оцінка вартості отримана для компанії «Рошен» – приблизно 10 413 млн. грн.

Після обчислення вартостей досліджуваних компаній за допомогою використання поліваріантної моделі перейдемо до аналізу впливу диверсифікаційної компоненти на вартість кондитерських компаній. Для цього зробимо розрахунки відносних показників вартості для досліджуваних компаній. При цьому за показник

вартості спочатку візьмемо вартість базову, щоб прослідкувати динаміку та характер відносних показників.

Таблиця 3.11

## Відносні показники вартості

	Вартість базова, тис.грн.	Обсяг виробництва у 2010 році, тон	Чиста виручка у 2010 році, тис.грн.	Вартість базова / Обсяг виробництва	Вартість базова / Виручка
Рошен	5 449 731	7 127 312	6 432 384	0,76	0,85
Конті	1 596 148	3 875 046	3 015 072	0,41	0,53
АВК	968 132	4 320 713	2 480 760	0,22	0,39
Бісквіт-Шоколад	599 792	1 335 879	1 408 352	0,45	0,43
Житомирські Ласощі	166 454	1 046 171	768 807	0,16	0,22

Джерело: Власні розрахунки

Як ми бачимо, спостерігається цікава залежність: найбільш диверсифікована компанія, яка має власні виробничі потужності за межами України, має власне підприємство по продажу продукції та до складу якої входять виробники сировини, – має найвищі відносні показники вартості. І, слід підкреслити, саме базової вартості. Тобто вплив диверсифікаційної компоненти частково вже закладений навіть в базовій вартості компанії, оскільки за рахунок диверсифікації кондитерські підприємства здатні забезпечувати більш результативну діяльність.

Не менш цікавим є і той факт, що третя за абсолютним показником базової вартості компанія «АВК» має відчутно менші показники відносної вартості порівняно з корпорацією «Бісквіт-Шоколад». Більш того, відносні показники базової вартості корпорації «Бісквіт-Шоколад» наближаються до показників групи «Конті». Таким чином, не дивлячись на менш сильні ринкові позиції, корпорація «Бісквіт-Шоколад» за допомогою впровадження стратегії диверсифікації власної діяльності (показник ентропії у корпорації є другим з-поміж досліджуваних підприємств, також корпорація має власні потужності з виробництва сировини) має вищі відносні показники базової вартості.

Аналогічне співвідношення відносних показників вартості спостерігається і коли для розрахунків за базу береться повна вартість, тобто розрахована за поліваріантною моделлю. (див. табл. 3.12)

Таблиця 3.12

## Відносні показники вартості

	Повна вартість, тис.грн.	Обсяг виробництва у 2010 році, тон	Чиста виручка у 2010 році, тис.грн.	Вартість / Обсяг виробництва	Вартість / Виручка
Рошен	10 413 039	7 127 312	6 432 384	1,46	1,62
Конті	1 755 763	3 875 046	3 015 072	0,45	0,58
АВК	1 258 571	4 320 713	2 480 760	0,29	0,51
Бісквіт-Шоколад	871 898	1 335 879	1 408 352	0,65	0,62
Житомирські Ласощі	224 712	1 046 171	768 807	0,21	0,29

Джерело: власні розрахунки

Таким чином, можна зробити висновок, що диверсифіковані підприємства кондитерської галузі мають вищі показники вартості, ніж недиверсифіковані. Вплив диверсифікаційної компоненти частково враховано в базовій оцінці вартості. Проте для більш точної оцінки необхідно використовувати саме поліваріантну модель.

Для того, щоб перевірити, чи не призводить застосування поліваріантної моделі до завищення вартості підприємства, наведемо результати застосування альтернативної методики оцінювання вартості (класичної методики капіталізації прибутків) на прикладі «Житомирських ласощів». При цьому введемо наступні припущення:

- кризових явищ, на зразок 2008 року, не відбудеться;
- значної девальвації національної валюти також не буде;
- структура капіталу і його вартість відчутно не зміниться;
- частка власного капіталу - 68%;
- вартість залученого капіталу в середньому - 18%;
- прогностичний термін діяльності - 10 років;
- вартість власного капіталу – 10%.

Тоді ставка дисконтування, за методом середньозваженої вартості капіталу може бути визначена за таким співвідношенням:  $(1-0,25)*0,32*0,2+0,68*0,1=11,6\%$ .

Таблиця 3.13

Прогнозні величини чистого прибутку та дисконтованого чистого прибутку компанії «Житомирські Ласощі», тис.грн.

	2011	2012	2013	2014
Чистий прибуток	25166	28183	30200	34217
Дисконтований чистий прибуток	22550	22637	21728	22060

Джерело: власні розрахунки

На основі розрахунків за регресійною моделлю прогнозних величин чистого прибутку отримано наступні результати (табл. 3.13).

Для капіталізації величини чистого прибутку у постпрогнозний період скористаємося формулою Гордона. Для розрахунку темпу зростання величини чистого прибутку ( $g$ ), застосуємо формулу середньої геометричної:

$$g = \sqrt[n-1]{\frac{x_n}{x_0}} \quad (3.4)$$

де,  $x_n$  та  $x_0$  – значення чистого прибутку відповідно у останній та перший рік прогнозного періоду.

В результаті ми отримаємо значення  $g=10,8$ . Проте в наших розрахунках ми будемо використовувати величину в 2 рази меншу, тобто 5,4. Це зумовлено наступними причинами: враховуючи практично стабільний розмір внутрішнього ринку, сильну конкуренцію за експортні поставки темп зростання прибутку у постпрогнозний період буде значно нижчим за темп зростання у прогнозний. Для того, щоб застосувати формулу Гордона, нам необхідно ще знайти величину чистого прибутку у перший рік постпрогнозного періоду за формулою:

$$34217 \times 1.054 = 36064 \text{ млн. грн.}$$

Тепер, застосовуючи формулу Гордона, ми отримаємо наступне значення вартості у постпрогнозний період:

$$\text{Вартість} = \frac{36064}{0.116 - 0.054} = 581677 \text{ млн. грн.}$$

Теперішня вартість підприємства у постпрогнозний період буде складати:

$$\text{Вартість} = \frac{581677}{(1 + 0.116)^5} = 336229 \text{ млн. грн.}$$

Таким чином сукупна вартість компанії «Житомирські Ласощі» буде становити:  $22550 + 22637 + 21728 + 22060 + 336229 = 425\,204$  млн. грн.

Нагадаємо, що при використанні поліваріантної моделі було отримано оцінку вартості компанії «Житомирські Ласощі» на рівні 225 млн. грн. Тобто, однозначно можна стверджувати, що застосування поліваріантної моделі дає не завищені оцінки вартості. Якщо ж пояснювати різницю в отриманих результатах, то вона пояснюється, головним чином, різницею у величині ставок дисконту. При використанні поліваріантної моделі була прийнята доволі висока ставка дисконту в 16% річних. Це було зроблено свідомо, оскільки ставка дисконту відображає, зокрема, рівень загальної нестабільності (а він для України високий). Частково високу нестабільність дозволяє компенсувати більший рівень диверсифікації компанії, що враховується окремо у поліваріантній моделі оцінки вартості.

Якщо ж повторити розрахунки за поліваріантною моделлю, виходячи зі ставки дисконту 12% річних, яка використовувалася в традиційній методиці доходного підходу, то з використанням поліваріантної моделі отримаємо оцінку вартості 285 248 млн. грн. Решта ж різниці пояснюється тим, що при прогнозуванні прибутків за річними даними було виявлено висхідний тренд, який і призвів до завищення оцінки вартості компанії. Нагадаємо, що при дослідженні динаміки модифікованого грошового потоку на основі більш точних, квартальних даних, висхідного тренду в ній не було виявлено. Ще одним фактором є те, що поліваріантна модель ґрунтується на капіталізації значень модифікованого грошового потоку за чітко фіксований проміжок часу – 5 років, а не нескінченного проміжку часу.

Тому, на наш погляд, використання поліваріантної моделі дає більш точний результат, який не призводить до завищення вартості оцінюваної компанії.

Узагальнюючи результати проведеного аналізу, сформулюємо основні проблеми використання поліваріантної моделі.

Головною проблемою є визначення показників регіональної та вертикальної диверсифікації, придатних для оцінювання впливу цих факторів на вартість диверсифікованої компанії. Дане питання потребує більш детального емпіричного дослідження великого масиву компаній.

Другим дискусійним питанням є необхідність корегування модифікованого грошового потоку у разі отримання в певному розрахунковому періоді статистично нетипових значень. Стосовно доцільності цієї процедури в разі побудови прогнозної моделі особливої неоднозначності немає – вона доцільна, оскільки усунення статистично нетипових значень є нормальною практикою статистичної обробки інформаційних масивів при побудові економетричних моделей. Проте є проблема оцінки доцільності корегування значень модифікованого грошового потоку в окремих періодах при визначенні сумарного значення за весь час. Наприклад, якщо в минулому мала місце разова подія, причина якої не пов'язана з результатами операційної діяльності компанії, проте яка негативно позначилася на її грошовому потоці в певному періоді, то таке від'ємне значення може бути і скореговане.

Також певною проблемою є визначення співвідношення ретроспективної та прогнозної складової при оцінці базової вартості компанії. На даний момент в рамках поліваріантної моделі пропонується застосовувати консервативний підхід. Нагадаємо, його сутність полягає в розрахунку базової вартості 100% на підставі фактичних даних, якщо у динаміці грошового потоку відсутній висхідний або спадний тренд, та у дотриманні співвідношення 80% фактичні та 20% прогнозні дані – в іншому випадку.

Крім того, з-поміж усіх показників оцінки товарно-асортиментної диверсифікації в рамках поліваріантної моделі запропоновано використовувати лише один – індекс ентропії. Цей індекс має ряд переваг перед іншими показниками, саме тому він використовувався при проведенні розрахунків.

Попри зазначені проблеми використання поліваріантної моделі для оцінки вартості диверсифікованих компаній кондитерської галузі України, в цілому,

засвідчило її придатність для вирішення такої задачі та адекватність отриманих з її допомогою результатів.

Крім недоліків поліваріантої моделі, можна сформулювати й ряд її переваг, які було виявлено в ході її застосування для оцінювання вартості диверсифікованих компаній.

Першою такою перевагою є можливість отримання базової оцінки вартості компанії на основі лише двох загальних форм звітності підприємств. Це відкриває можливість для використання моделі зовнішніми інвесторами та іншими зацікавленими суб'єктами, що не мають доступу до інсайдерської інформації оцінюваної компанії.

Другою перевагою моделі є її універсальність. Поліваріантна модель може бути використана для оцінювання підприємств будь-якого розміру та організаційно-правової форми власності, а не тільки, скажімо, публічних акціонерних товариств, акції яких вільно обертаються на фондовому ринку.

Третьою перевагою моделі, яку вона має над більшістю інших моделей, що дозволяють оцінювати вартість компаній на основі прибуткового підходу шляхом капіталізації прибутку, є той факт, що поліваріантна модель дозволяє враховувати при оцінюванні вартості не лише здатність генерувати прибутки, а ще й враховувати характер їх використання. Так, якщо оцінка ґрунтується лише на капіталізації сум грошового потоку без врахування характеру розподілу прибутку компанії, то вартість двох компаній, одна з яких постійно рекапіталізує отримані прибутки й нарощує власні основні та оборотні активи, а інша – виводить прибутки, підтримуючи потреби в фінансових ресурсах шляхом додаткових зовнішніх запозичень, була б однаковою. Але, оскільки поліваріантна модель дозволяє враховувати зміни в структурі активів та джерел формування капіталу протягом достатньо тривалого періоду, то оцінки вартості, отримані з її використанням для такого роду компаній, будуть різними. Вартість компанії, яка капіталізує прибуток в нарощення власних активів, буде більшою<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Висновок про вищу вартість компанії, що реінвестує прибутки, порівняно з вартістю компанії, що виводить прибутки на користь власників, може бути заперечений на прикладі акціонерних товариств, для яких очікування виплати

Четвертою перевагою поліваріантної моделі є можливість об'єктивного врахування в оцінках вартості компанії товарно-асортиментної диверсифікації через використання індексу ентропії, що має чіткий алгоритм обчислення на основі даних про структуру продажів компанії в номенклатурному розрізі.

Стосовно перспектив використання поліваріантної моделі варто зазначити, що сфера використання моделі не обмежується рамками підприємств кондитерської галузі. Насправді, модель може бути використана для оцінювання вартості диверсифікованих підприємств, фактично, будь-яких видів економічної діяльності. Більше того, доволі цікавим є застосування моделі саме для компаній, які характеризуються значною вертикальною диверсифікацією.

### **Висновки до розділу 3**

Аналіз можливих напрямів вдосконалення процесу оцінки вартості диверсифікованих підприємств дає підстави зробити наступні висновки.

1. На основі вивчення основних напрямів диверсифікації діяльності підприємств кондитерської галузі встановлено, що використання існуючих методів оцінки вартості у чистому вигляді не дає можливості враховувати особливості оцінки вартості диверсифікованих підприємств. З огляду на це, доцільно використовувати поліваріантний підхід, який базується на принципі поєднання у методиці оцінки загального (визначення вартості на основі майбутнього потоку доходів) та часткового (врахування ступеня диверсифікації кожного суб'єкта господарювання).

2. При практичному застосуванні поліваріантного підходу та відповідної поліваріантної моделі оцінки вартості диверсифікованого підприємства пропонується використання двоетапного алгоритму, а саме: визначення базової

---

дивідендів призводить до збільшення курсів акцій. Це заперечення може мати істотну вагу для окремих саме акціонерних товариств, проте воно лежить в площині розбіжності інтересів стратегічних та портфельних інвесторів (а як наслідок, і їх оцінок вартості певного об'єкта). Використання поліваріантної моделі більше відповідає потребам в оцінюванні, які виникають у стратегічних інвесторів.

вартості підприємства на основі дохідного підходу на першому етапі та її коригування з урахуванням фактору диверсифікації - на другому.

3. Встановлено, що основними проблемними моментами використання поліваріантної моделі є правильна оцінка коригуючих коефіцієнтів, що відображають фактор диверсифікації діяльності.

4. Проведені розрахунки засвідчили справедливість допущення, що фактор диверсифікації діяльності впливає на вартість підприємства. З метою визначення характеру впливу фактора диверсифікації запропоновано обчислити відносні показники вартості, які дозволяють порівнювати результати обчислень між різними підприємствами. Такі порівняння засвідчили, що більш диверсифіковані підприємства мають вищі показники відносної вартості.

5. Поліваріантний підхід дає змогу отримати досить точні та коректні оцінки вартості. Для перевірки коректності отриманих за поліваріантним підходом результатів використовувалась оцінка вартості підприємств за звичайним дохідним підходом та наявна інформація про оцінку вартості певних підприємств.

6. Запропонований в дисертаційній роботі поліваріантний підхід є універсальним інструментом, використання якого не обмежується кондитерською галуззю, а він може бути адаптований до вирішення інших, схожих завдань.

Основні положення розділу відображено у наукових статтях [34], [36].

## ВИСНОВКИ

На основі узагальнення теоретичних підходів щодо дослідження процесів диверсифікації та з метою виявлення їх впливу на результати діяльності підприємства у дисертаційній роботі запропоновано використання поліваріантного підходу, який дає можливість врахувати та кількісно визначити вплив чинника диверсифікації на зміну вартості підприємства. Основні висновки та результати, які одержано в ході проведеного дослідження, зводяться до такого.

1. Встановлено, що розвиток диверсифікаційних процесів на підприємствах зумовлений підвищенням динамічності ринкового середовища, швидкими змінами споживчих уподобань, виникненням нових типів продукції, загостренням конкуренції на ринку. За таких умов реалізація стратегії диверсифікації дає змогу адаптуватись до змін зовнішнього середовища та компенсувати падіння збуту на одному ринку за рахунок збільшення його на інших ринках. Впроваджуючи стратегію диверсифікації, підприємства шукають найбільш ефективні напрями інвестування наявних фінансових ресурсів з метою забезпечення стабільності надходжень грошових потоків у майбутньому.

2. Систематизовано теоретичні підходи до визначення сутності поняття “диверсифікація діяльності”. Запропоновано розглядати поняття “диверсифікація діяльності” в дисертаційній роботі, як інноваційний процес розширення ділової активності підприємства завдяки випуску нових товарних груп, включення до складу компанії підприємств, що знаходяться на інших стадіях виробничого ланцюжка (виробники сировини, торгові дома тощо), а також розширення власної діяльності шляхом створення власних виробничих підприємств за межами країни з метою підвищення фінансової стійкості та зменшення ризиків діяльності.

Дотримуючись такого підходу до визначення диверсифікації, встановлено, що підприємствам кондитерської галузі України притаманна продуктово-асортиментна, географічна та вертикальна диверсифікація.

Виокремлено спільні риси, що притаманні різним підходам до визначення диверсифікації, – це акцентування уваги на напрямках або засобах та цілях диверсифікації.

3. Доведено доцільність використання дохідного підходу як базового при оцінці впливу процесів диверсифікації на зміну вартості підприємств та запропоновано спосіб розрахунку модифікованого грошового потоку. Відмінність від традиційної методики обчислення грошового потоку на весь інвестований капітал полягає у додаванні приросту чистого робочого капіталу та вирахуванні приросту довгострокової заборгованості.

4. Виявлено особливості розвитку ринку кондитерських виробів України, які полягають у наступному: внутрішній ринок кондитерських виробів є насиченим; ринок кондитерських виробів України має експортно-орієнтований характер; кондитерський ринок є висококонцентрованим (частка п'яти підприємств-лідерів складає 62,7%). Встановлено, що основними напрямками диверсифікації діяльності підприємств кондитерської галузі України є: розвиток виробництва нових товарних груп, що дозволяє повніше задовольнити існуючий попит та залучити нових споживачів; придбання чи будівництво власних фабрик за кордоном; розвиток вертикальної диверсифікації.

5. Узагальнено проблеми, що негативно впливають на розвиток ринку кондитерських виробів, основними з яких є такі: недостатній внутрішній попит на кондитерську продукцію; незабезпеченість власною сировиною, необхідною для виробництва кондитерської продукції (в першу чергу какао-бобами); нестійке фінансове становище підприємств кондитерської галузі, важкодоступність та висока вартість кредитних ресурсів для більшості підприємств; застарілі основні виробничі засоби та висока вартість їх оновлення (внаслідок обмеженості вітчизняного виробництва обладнання для кондитерської галузі та необхідності його імпортування).

6. З'ясовано, що на сучасному етапі найбільш ефективним способом диверсифікації підприємств кондитерського ринку є диверсифікація за географічною ознакою. Запропоновано розглядати географічну диверсифікацію не як розповсюдження продукції підприємства на закордонні ринки, а як наявність власних виробничих потужностей за кордоном. Такий підхід зумовлений особливістю розвитку кондитерського ринку та факторами, що впливають на

діяльність підприємств кондитерської галузі України, а саме значною часткою експортного продажу та залежністю вітчизняних виробників від протекціоністської політики основних країн-імпортерів вітчизняної кондитерської продукції.

7. Запропоновано низку індикаторів для чисельної оцінки рівня диверсифікації діяльності виробничих підприємств. Серед різних показників, які характеризують рівень диверсифікації діяльності підприємств, як основний запропоновано використовувати показник ентропії товарних груп (відношення загального обсягу реалізації до частки найбільших за питомою вагою товарних груп підприємства), оскільки він створює можливість порівняння між підприємствами.

8. Встановлено наявність позитивного зв'язку між показниками результативності діяльності підприємств кондитерської галузі України та рівнем їх диверсифікації, що проявляється у більш високих значеннях показників результативності діяльності (в першу чергу показника рентабельності) для підприємств, що мають вищий рівень диверсифікації діяльності. Зокрема, лідер кондитерського ринку ДП “КК “ROSHEN” домінує як за показниками результативності діяльності, так і за показниками рівня диверсифікації.

9. Виявлено, що використання існуючих методів оцінки вартості у чистому вигляді не дає можливості враховувати особливості оцінки впливу процесів диверсифікації на вартість диверсифікованих підприємств. З огляду на це, обґрунтовано доцільність використання поліваріантного підходу, який базується на принципі поєднання у методиці оцінки загального (визначення вартості на основі майбутнього потоку доходів) та часткового (врахування ступеня диверсифікації кожного суб'єкта господарювання).

10. Запропоновано перспективні напрями використання поліваріантної моделі, окреслено основні недоліки (визначення показників регіональної та вертикальної диверсифікації) та переваги (універсальність, враховує вплив процесів диверсифікації) її використання.

## Оціночні мультиплікатори

Одномоментні мультиплікатори		
Назва	Суть	Умови застосування
Ціна / Балансова вартість	Відображає зв'язок вартості підприємства та балансової вартості аналогічних підприємств (проектів). При розрахунках використовуються балансові показники чи аналітично визначена величина скоригованих активів підприємства	Ресурсна природа оцінюваного підприємства
Ціна / Чиста вартість активів	Характеризує залежність вартості підприємства від суми його чистих активів. При визначенні даного мультиплікатора особливо важливими є значення рентабельності продажу, структура капіталу та активів, ліквідність та інші фінансово-економічні показники	Оцінювана компанія повинна мати значні інвестиції у майно (нерухомість, цінні папери, газове чи нафтове обладнання тощо). Основною діяльністю підприємства є купівля та перепродаж такого майна. Внесок у вартість підприємства персоналу підприємства є незначним

Фінансові мультиплікатори		
Прибуток / Інвестований капітал	Відображає залежність вартості підприємства від рівня прибутковості використання інвестованого капіталу	Оцінка вартості підприємства проводиться з позицій власників капіталу (акціонерів, інвесторів) та передбачає ідентичність методів визначення та політики розподілу прибутку та виду оцінки вартості інвестованого капіталу
Прибуток / Виручка від реалізації	Характеризує залежність вартості підприємства від рентабельності продажу (операційної діяльності)	Основним видом діяльності виступає реалізація товарів (послуг чи виконання робіт) та ідентичність систем бухгалтерського обліку
Власний капітал / Позиковий капітал	Відображає залежність вартості підприємства від структури його капіталу	Капітал порівнюваних підприємств співставний за розміром та правовим статусом

Джерело: складено на основі [25, 61, 126]

## Основні показники фінансової звітності досліджуваних компаній за 2007-2010 роки, тис. грн.

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
<b>ДП “Кондитерська корпорація “ROSHEN”</b>																
Нематеріальні активи - залишкова вартість	2816	3338	2996	2687	4129	5640	4680	4100	7930	6858	9225	9479	13878	12466	10635	11999
Незавершене будівництво	57542	176466	245945	273011	93115	37579	18697	19534	14430	18091	15510	6258	3494	3052	8654	2424
Основні засоби - залишкова вартість	17142	20971	56021	99855	298448	292167	283079	274409	268050	260036	252721	201704	203435	198409	194738	209122
Необоротні активи - всього	164574	292774	396449	473680	496668	479165	478757	482540	601089	669434	661904	612680	616046	609206	629193	600764
Виробничі запаси	176470	163399	184856	182627	200270	180360	262098	259981	191276	205481	213966	252581	280028	212904	287793	368665
Готова продукція	116631	126251	116080	95913	175687	169453	211569	101420	189625	174057	188265	192854	231659	261533	213491	181843
Товари	739	2447	1674	885	3073	4091	2774	38298	68809	4930	8256	3079	690	8477	56007	11760
Грошові кошти та їх еквіваленти: - в національній валюті	22500	9472	28833	7027	40997	11786	2615	14394	8083	8860	20217	21327	35166	14655	9688	23258
Грошові кошти в іноземній валюті	7573	1235	608	11108	1125	1106	2068	124889	27103	92449	178665	113839	123140	134468	67434	99523
Оборотні активи - всього	1277464	1237507	1362809	1426944	1625650	1636142	1932816	1905776	1810447	1888053	2292103	2374693	2611144	2686488	2950649	3343787
<b>БАЛАНС по активам</b>	<b>1442038</b>	<b>1530282</b>	<b>1759258</b>	<b>1900624</b>	<b>2122318</b>	<b>2115308</b>	<b>2411573</b>	<b>2388316</b>	<b>2411536</b>	<b>2557487</b>	<b>2954007</b>	<b>2987373</b>	<b>3227190</b>	<b>3295694</b>	<b>3579842</b>	<b>3944551</b>
Статутний капітал	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	251360	289479	303988	365968	460844	568664	678905	475970	555361	846627	1004663	1260520	1563110	1716133	1849918	2216696

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
Власний капітал - всього	251361	289480	303989	365969	460845	568665	678906	475971	555361	846628	1004664	1260521	1563111	1716134	1849919	2216697
Довгострокові зобов'язання - всього	1781	1781	1781	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Короткострокові кредити банків	65650	103700	251157	320840	411661	323830	379336	285480	157515	133522	162960	32689	31765	30678	75322	949195
Поточні зобов'язання - всього	1188896	1239021	1453488	1534655	1661473	1546643	1732667	1912345	1856175	1710859	1949343	1726852	1664079	1579560	1729923	1727854
<b>БАЛАНС по пасивам</b>	<b>1442038</b>	<b>1530282</b>	<b>1759258</b>	<b>1900624</b>	<b>2122318</b>	<b>2115308</b>	<b>2411573</b>	<b>2388316</b>	<b>2411536</b>	<b>2557487</b>	<b>2954007</b>	<b>2987373</b>	<b>3227190</b>	<b>3295694</b>	<b>3579842</b>	<b>3944551</b>
Доход (виручка) від реалізації продукції	876146	1558247	2381309	3587694	1025262	2120073	3312237	4965041	1440712	2778609	4392848	6599032	1994962	3518913	5437990	8043329
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	692166	1249984	1926126	2872484	776377	1600938	2536011	3745066	1034815	2151492	3445197	5200634	1413582	2703373	4311044	6432384
Собівартість реалізації продукції	589776	1055048	1607434	2370018	607133	1282053	2026476	2921182	751186	1623752	2604447	3879322	1060509	2062740	3310842	4847362
Валовий прибуток (збиток)	102390	194936	318692	502466	169244	318884	509535	823884	283629	527740	840750	1321312	353073	640633	1000202	1585022
Інші операційні витрати	11707	22868	39389	69200	205214	260392	323306	935699	19345	44513	212215	467498	197527	265415	522273	781146
<b>Чистий прибуток (збиток)</b>	<b>47364</b>	<b>92869</b>	<b>143256</b>	<b>243388</b>	<b>71162</b>	<b>168415</b>	<b>270680</b>	<b>26453</b>	<b>175395</b>	<b>319976</b>	<b>474793</b>	<b>775363</b>	<b>226960</b>	<b>394748</b>	<b>592160</b>	<b>954104</b>
<b>ПрАТ "ВО "КОНТИ"</b>																
Нематеріальні активи - залишкова вартість	2020	2444	1879	2573	1796	2421	2164	16322	13559	10795	10821	8005	10654	9411	9546	6733
Незавершене будівництво	286039	394915	380003	168138	214695	252198	99943	41724	54849	21514	18759	19184	21339	16453	25948	4631
Основні засоби - залишкова	306092	310086	420480	688828	714711	800726	999004	1528120	1516057	1539946	1530295	1524037	1517027	1529748	1522093	1536347

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
вартість																
Необоротні активи - всього	605288	718282	813199	877992	949017	1073160	1150753	1635236	1584626	1572416	1560036	1551230	1549024	1555616	1557591	1547715
Виробничі запаси	54601	63682	64994	95658	90580	83479	97673	118826	84869	67417	76972	109569	94111	94865	118032	136486
Незакінчене виробництво	3259	3458	8291	6691	6789	8434	17406	11818	7462	6386	10719	13148	12192	11946	18671	13409
Готова продукція	22050	32344	22858	24184	61314	100769	78072	62835	75526	102202	105763	95048	156712	158887	230921	152262
Товари	2234	1445	3443	2505	1235	706	3345	1924	3560	3127	10920	7063	5901	7292	13915	12035
Грошові кошти та їх еквіваленти: - в національній валюті	550	1453	630	2738	1027	1337	509	976	1130	2758	1401	12744	11374	1637	1000	19115
Грошові кошти в іноземній валюті	767	2166	541	1024	1982	2568	1286	16752	16917	4633	13154	10088	7323	6130	2829	16822
Оборотні активи - всього	257002	251696	309145	376974	412201	413754	535159	653115	932965	928493	1046035	1029843	990742	956336	1107607	1159446
<b>БАЛАНС по активам</b>	<b>864369</b>	<b>973434</b>	<b>1127246</b>	<b>1260593</b>	<b>1366201</b>	<b>1492242</b>	<b>1691303</b>	<b>2293098</b>	<b>2521368</b>	<b>2502113</b>	<b>2607134</b>	<b>2584490</b>	<b>2541494</b>	<b>2513210</b>	<b>2671146</b>	<b>2717750</b>
Статутний капітал	23987	23987	23987	23987	23987	23987	54052	54052	54052	54052	54052	54052	54052	54052	54052	54052
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	135320	136723	142792	162497	172062	190945	204040	-14469	380477	401390	429027	359968	402200	411088	425205	493171
Власний капітал - всього	211464	212772	218663	238319	247843	266608	309730	431206	820635	836090	857880	788956	825768	829250	837878	1023726
Довгострокові кредити банків	306556	298526	382819	335867	550387	720987	803498	978519	960303	15536	15536	1035110	1196695	1184400	1184400	1254940
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	94795	237631	241524	123474	103080	49469	93619	96999	97190	97390	97599	0	0	0	0	0
Довгострокові зобов'язання - всього	403333	538138	626380	466860	660985	777973	904636	1113369	1095344	150777	150986	1216468	1378053	1365758	1365758	1275691
Короткострокові кредити	74844	40893	51643	148152	102180	118881	180476	349119	289101	1216084	1271096	284413	48108	95192	105318	27047

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
банків																
Поточні зобов'язання - всього	237645	209566	273062	545061	445787	423912	452445	735313	588740	1495777	1581005	552221	315843	294605	440236	371877
<b>БАЛАНС по пасивам</b>	<b>864369</b>	<b>973434</b>	<b>1127246</b>	<b>1260593</b>	<b>1366201</b>	<b>1492242</b>	<b>1691303</b>	<b>2293098</b>	<b>2521368</b>	<b>2502113</b>	<b>2607134</b>	<b>2584490</b>	<b>2541494</b>	<b>2513210</b>	<b>2671146</b>	<b>2717750</b>
Доход (виручка) від реалізації продукції	308552	583662	918820	1449818	420029	809829	1269730	2044914	496734	1015632	1607960	2559654	744807	1399051	2120183	3337416
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	269218	510553	806739	1273098	367575	713277	1122624	1819636	444960	898726	1430590	2284227	671546	1262356	1912172	3015072
Собівартість реалізації продукції	176917	339845	542637	838436	258237	509645	809978	1235526	320420	649123	1032422	1633319	503491	953092	1445196	2235137
Валовий прибуток (збиток)	92301	170708	264102	434662	109339	203632	312645	584110	124540	249603	398168	650908	168055	309264	466976	779935
Інші операційні витрати	42192	232487	266035	387671	43541	106120	202644	293374	107964	243361	371232	628594	165481	399823	579037	791833
<b>Чистий прибуток (збиток)</b>	<b>6065</b>	<b>7495</b>	<b>14312</b>	<b>34134</b>	<b>9819</b>	<b>28847</b>	<b>41804</b>	<b>-194161</b>	<b>383612</b>	<b>399119</b>	<b>426668</b>	<b>352188</b>	<b>38158</b>	<b>41776</b>	<b>50418</b>	<b>116916</b>
<b>ПрАТ "АВК"</b>																
Нематеріальні активи - залишкова вартість	11103	11068	11013	10971	10918	10871	10840	10823	10871	10861	10836	10811	10803	10818	10817	11010
Незавершене будівництво	10916	10767	10441	10522	10443	11196	21836	26555	26212	26464	42300	29455	28495	29002	28509	12212
Основні засоби - залишкова вартість	158847	159316	190598	187004	205869	254167	393137	622034	615519	607247	599501	627926	618973	618018	612441	768544
Необоротні активи - всього	231283	231417	262208	264422	284186	334185	483755	717646	710643	702488	711499	744008	734086	733634	727516	867903
Виробничі запаси	58541	70319	90050	99965	83463	85504	106967	99375	78064	69669	97218	125827	123106	130206	144197	165178
Готова продукція	44318	45927	45433	40963	67249	63696	72392	33389	60717	63191	90494	109999	99546	78888	137548	142791

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
Товари	48	30	79	57	932	1423	1737	1693	106	101	182	0	0	0	0	350
Грошові кошти та їх еквіваленти: - в національній валюті	31810	2199	2319	5485	2005	3434	1932	15529	4479	20933	12789	15143	6402	2736	14662	8567
Грошові кошти в іноземній валюті	10660	1078	1087	7064	794	105	33181	19675	7957	14154	2164	8189	778	373	780	2901
Оборотні активи - всього	325581	305320	367405	513039	548072	596122	767141	834653	732854	638149	728026	841614	817210	761649	842842	924293
<b>БАЛАНС по активам</b>	<b>556888</b>	<b>536761</b>	<b>629627</b>	<b>777534</b>	<b>832272</b>	<b>930333</b>	<b>1253592</b>	<b>1552326</b>	<b>1443521</b>	<b>1340665</b>	<b>1439572</b>	<b>1585665</b>	<b>1551356</b>	<b>1495330</b>	<b>1570371</b>	<b>1792196</b>
Статутний капітал	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811	37811
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	92074	100022	113297	154931	157525	159685	170329	66728	67511	69748	41528	102857	125638	112412	68213	108728
Власний капітал - всього	260155	268448	282184	324528	327723	330271	340909	321107	321911	324149	295928	357185	379965	366740	322540	512075
Довгострокові зобов'язання - всього	75250	75250	75250	151250	151250	147224	414824	527410	527410	522771	594175	579316	578848	577567	336712	292904
Короткострокові кредити банків	87691	105051	147694	162090	194503	270629	271164	317733	290093	279822	230931	343728	342667	342339	591275	639392
Поточні зобов'язання - всього	219791	191404	271045	300372	351796	451376	496684	702652	592863	492577	548534	648022	591040	549363	909597	985098
<b>БАЛАНС по пасивам</b>	<b>556888</b>	<b>536761</b>	<b>629627</b>	<b>777534</b>	<b>832272</b>	<b>930333</b>	<b>1253592</b>	<b>1552326</b>	<b>1443521</b>	<b>1340665</b>	<b>1439572</b>	<b>1585665</b>	<b>1551356</b>	<b>1495330</b>	<b>1570371</b>	<b>1792196</b>
Доход (виручка) від реалізації продукції	297924	598516	959127	1518496	439902	848922	1355447	2012389	394255	737741	1190977	1926365	595197	1112624	1730224	2757019
Чистий доход (виручка) від реалізації продукції	264226	530259	849088	1342506	391384	746284	1185751	1775123	351266	649708	1060223	1716610	538109	998245	1555672	2480760

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
Собівартість реалізації продукції	201703	406311	655803	1020927	291077	575244	920619	1353973	278787	518321	848805	1339657	426325	802670	1267918	2007289
Валовий прибуток (збиток)	62523	123948	193285	321579	100308	171040	265132	421150	72479	131387	211418	376953	111784	195575	287754	473471
Інші операційні витрати	9035	23508	33879	53813	14120	39755	64971	143436	18233	37316	63997	91199	28715	62174	91216	131060
<b>Чистий прибуток (збиток)</b>	<b>13166</b>	<b>21114</b>	<b>34388</b>	<b>76023</b>	<b>18754</b>	<b>20913</b>	<b>31557</b>	<b>-145313</b>	<b>782</b>	<b>3019</b>	<b>-25200</b>	<b>35953</b>	<b>22781</b>	<b>9555</b>	<b>-34643</b>	<b>5872</b>
<b>Корпорація "Бісквіт-Шоколад"</b>																
Нематеріальні активи - залишкова вартість	258	243	262	246	248	235	266	502	495	466	653	724	716	751	874	2403
Незавершене будівництво	2581	10423	6155	134	3793	14729	951	919	7038	4443	5043	1361	1644	5577	9188	2660
Основні засоби - залишкова вартість	117698	116843	126292	144663	141055	140004	174099	182705	178479	183005	184478	233049	229346	226567	230596	237023
Необоротні активи - всього	163116	170185	175387	200466	200479	210759	230690	239948	241732	243632	245866	304863	301051	302239	321584	337096
Виробничі запаси	45222	43296	38617	59993	48900	37441	39206	59014	54456	49922	45932	64647	52268	52687	46227	68642
Незакінчене виробництво	13	24	203	49	22	24	92	44	41	30	52	179	25	34	84	122
Готова продукція	15607	18181	18007	9663	14997	16983	17016	10770	14875	18302	21844	19382	21485	24745	24864	20104
Товари	595	587	601	258	284	286	309	400	803	351	473	749	496	425	1353	516
Грошові кошти та їх еквіваленти: - в національній валюті	549	612	372	1024	1251	1545	677	1487	1932	2084	1352	1715	920	897	4000	2584
Грошові кошти в іноземній валюті	1076	228	439	2595	165	305	536	3930	3096	15041	13068	16143	14266	14786	12472	15159
Оборотні активи - всього	190004	164317	192125	180411	171797	191367	206909	235057	233276	242654	280722	275956	289781	308810	309484	305733

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
<b>БАЛАНС по активам</b>	<b>355715</b>	<b>336106</b>	<b>368585</b>	<b>382790</b>	<b>374682</b>	<b>418620</b>	<b>445951</b>	<b>476480</b>	<b>475508</b>	<b>487566</b>	<b>528082</b>	<b>581252</b>	<b>591162</b>	<b>611384</b>	<b>631518</b>	<b>645510</b>
Статутний капітал	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786	35786
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	167159	164768	172829	181793	188639	189289	196659	217756	227330	233288	248152	267626	273308	272476	288260	315809
Власний капітал - всього	243977	243205	251268	275409	282255	285356	292726	314234	323808	333213	348077	399303	404985	414598	430382	457931
Довгострокові кредити банків	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	13153	13054	13025	11949	10664
Довгострокові зобов'язання - всього	12183	12183	12183	9089	9089	8178	7928	3155	3155	2705	2205	25389	24749	24720	23262	23212
Короткострокові кредити банків	21509	23442	22267	27902	15962	31502	22650	28780	24017	25443	24888	15142	13110	13243	9443	14318
Поточні зобов'язання - всього	97111	79248	104924	96234	80426	123309	145287	156434	144891	149168	177351	155101	158144	170913	177310	162857
<b>БАЛАНС по пасивам</b>	<b>355715</b>	<b>336106</b>	<b>368585</b>	<b>382790</b>	<b>374682</b>	<b>418620</b>	<b>445951</b>	<b>476480</b>	<b>475508</b>	<b>487566</b>	<b>528082</b>	<b>581252</b>	<b>591162</b>	<b>611384</b>	<b>631518</b>	<b>645510</b>
Доход (виручка) від реалізації продукції	215116	403536	622107	935675	234086	462855	712323	1033366	281314	591517	944398	1375966	401910	756868	1130105	1626738
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	177912	335722	520846	783890	199750	395379	610776	882293	234398	492412	782206	1139981	348227	654084	975702	1408352
Собівартість реалізації продукції	154115	292351	452884	687973	172544	341702	527573	761322	202334	427575	679429	1003376	312828	579269	857549	1243691
Валовий прибуток (збиток)	23797	43371	67961	95918	27206	53677	83203	120971	32064	64837	102777	136605	35399	74815	118153	164661
Інші операційні витрати	29570	57021	82811	150591	33876	61606	113580	191666	21952	50878	119255	213033	63268	116406	179364	298445
<b>Чистий прибуток (збиток)</b>	<b>6243</b>	<b>9838</b>	<b>17899</b>	<b>26877</b>	<b>6848</b>	<b>13588</b>	<b>20956</b>	<b>42050</b>	<b>9577</b>	<b>18979</b>	<b>33843</b>	<b>53317</b>	<b>5681</b>	<b>15295</b>	<b>31079</b>	<b>58384</b>

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
<b>ТДВ "ЖЛ"</b>																
Нематеріальні активи - залишкова вартість	524	475	491	467	500	473	429	382	344	469	427	386	422	404	401	487
Незавершене будівництво	6833	11403	23150	25098	13572	20046	13854	20742	25544	24904	11046	14385	14220	17543	16621	7364
Основні засоби - залишкова вартість	57402	58035	64308	68309	81390	82126	93382	92165	99823	98940	111911	109455	116496	114192	122770	129638
Необоротні активи - всього	64809	69963	87999	93925	96784	105138	109084	113976	126541	125135	124294	125138	132042	133035	140570	138572
Виробничі запаси	15445	26093	24159	29151	15341	18060	21324	21376	23018	19162	24786	29202	25512	23117	22715	33111
Незакінчене виробництво	928	674	923	965	955	917	980	1395	1607	1403	1971	1578	1826	1836	2153	1661
Готова продукція	3479	5147	5691	7861	9352	7087	9069	7329	7269	7890	13920	14668	14367	10211	11879	18921
Товари	466	308	420	547	436	421	512	549	629	535	585	783	884	822	843	1005
Грошові кошти та їх еквіваленти: - в національній валюті	803	1701	1376	1206	899	1764	1978	4887	972	443	1409	2509	615	1117	768	3980
Грошові кошти в іноземній валюті	556	190	709	1252	666	1046	868	2218	1962	1922	966	2691	1309	2223	3530	5435
Оборотні активи - всього	75056	87801	95293	108540	85869	85560	109983	94963	95081	87873	108088	127233	134353	127850	153369	229055
<b>БАЛАНС по активам</b>	<b>140462</b>	<b>158136</b>	<b>183417</b>	<b>202597</b>	<b>182781</b>	<b>191984</b>	<b>219345</b>	<b>209162</b>	<b>221828</b>	<b>213261</b>	<b>232541</b>	<b>252478</b>	<b>266618</b>	<b>261706</b>	<b>294570</b>	<b>367893</b>
Статутний капітал	7002	7002	7002	7002	7002	7002	11502	11502	11502	14550	14550	14550	14550	14550	14550	3219
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	108047	101277	101606	107374	97373	108191	126958	127771	129379	130223	138485	148201	161055	160988	154548	163523
Власний капітал - всього	119975	113161	113489	119252	109251	120099	143320	144131	145939	149829	158072	167780	180634	180605	174165	171785
Довгострокові кредити банків	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	60332	130290

Фінансовий показник	2007				2008				2009				2010			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
Довгострокові зобов'язання - всього	4245	3564	14470	12956	7471	10177	1180	17589	11769	9977	9960	925	925	925	61257	130290
Короткострокові кредити банків	1230	13818	20092	22614	11654	18422	35516	18932	24665	8393	5500	11000	22258	27958	9892	0
Поточні зобов'язання - всього	14930	39886	54122	68836	64746	60894	74125	47086	63291	52345	63768	83244	84235	79983	59057	65780
<b>БАЛАНС по пасивам</b>	<b>140462</b>	<b>158136</b>	<b>183417</b>	<b>202597</b>	<b>182781</b>	<b>191984</b>	<b>219345</b>	<b>209162</b>	<b>221828</b>	<b>213261</b>	<b>232541</b>	<b>252478</b>	<b>266618</b>	<b>261706</b>	<b>294570</b>	<b>367893</b>
Доход (виручка) від реалізації продукції	94022	183052	286452	442215	138662	278802	446444	628685	152231	318588	504572	731507	212321	403488	608496	879782
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	81982	158669	248821	385137	120007	241928	388550	548387	131632	277704	442038	643052	184805	351405	530190	768807
Собівартість реалізації продукції	69350	133997	208187	312244	93933	192553	301238	410829	94441	205368	332202	489549	149657	289494	441916	644977
Валовий прибуток (збиток)	12632	24672	40634	72894	26074	49374	87312	137558	37191	72336	109836	153503	35148	61911	88274	123830
Інші операційні витрати	16257	33486	50447	68521	24331	62438	108599	145651	6610	27549	61067	89082	27305	51517	137281	218159
<b>Чистий прибуток (збиток)</b>	<b>3008</b>	<b>-3708</b>	<b>-3379</b>	<b>2395</b>	<b>-10002</b>	<b>813</b>	<b>19652</b>	<b>20466</b>	<b>1608</b>	<b>2452</b>	<b>10751</b>	<b>20430</b>	<b>12855</b>	<b>12793</b>	<b>6347</b>	<b>15322</b>

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аблаева Е.Ю. Стратегии адаптации кондитерских предприятий к условиям кризиса при реструктуризации / Е.Ю. Аблаева // Менеджер. – 2009. – №4. – С. 198-203.
2. Александров З. С. Стратегия диверсификации производства как основное направление стратегического развития предприятия / З.С. Александров // Матеріали міжнародної науково-теоретичної конференції молодих вчених і студентів "Актуальні проблеми економічного та соціального розвитку виробничої сфери" - м. Донецьк: ДонНТУ, 22-23 квітня 2004 р. - с. 75-79
3. Андрійчук Р.В. Оцінка ефективності діяльності підприємства: вартісно-орієнтований підхід (за матеріалами молокопереробних підприємств): автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 [Електронний ресурс] / Р. В. Андрійчук; Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. — К., 2010. — 20 с.
4. Аніщенко В.О. Особливості стратегічного розвитку компанії з метою збільшення її вартості / В.О. Аніщенко, В.Г. Маргасова, Н.В. Ткаленко // Актуальні проблеми економіки – 2010 – №2 – с.67-75.
5. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / Эдвард Дж. Макдоннелл (при содействии) С. Жильцов (пер.с англ.). — С.Пб. : Питер, 1999. — 416 с.
6. Антошків О. Огляд ринку шоколаду України 2010 року [04.03.2011] [Електронний ресурс] / О. Антошків // Західна маркетингова компанія. – Режим доступу: <http://www.zmk.com.ua/ua/articles/11.html>.
7. Аронов А. М. Виды диверсифицированных компаний и объединений и их организационные структуры / А.М. Аронов. — СПб. : Издательство Санкт-Петербургского гос. ун-та экономики и финансов, 2001. — 20 с.

8. Аронов А. М. Сравнительный анализ различных видов диверсифицированных объединений / А.М. Аронов. — Препр. — СПб. : Издательство СПбГУЭФ, 2002. — 28 с.
9. Аронов А. М. Стратегический анализ диверсифицированных предприятий / А.М. Аронов. — СПб. : Издательство СПбГУЭФ, 2001. — 27 с.
10. Аронов А. М. Сущность и типы корпоративных стратегий диверсификации / А.М. Аронов. — Издательство СПбГУЭФ, 2001. — 21 с.
11. Аронов А. М., Организация стратегического планирования на диверсифицированных предприятиях / А.М. Аронов, А.Н. Петров. — Издательство Санкт-Петербургского университета экономики и финансов, 2001. — 20 с.
12. Баев И. Диверсификация промышленных предприятий в США / И. Баев, С. Кожин // Мировая экономика и международные отношения — 2001. — №10 — с.85-91.
13. Базарний Д.В. Вартість власного капіталу в банківській сфері України / Д.В. Базарний // Актуальні проблеми економіки. — 2011. — №9. — с. 232-237.
14. Базилевич В.Д. Мікроекономіка: Підручник, 2-ге видання перероблене і доповнене / В.Д. Базилевич, К.С. Базилевич, А.І. Ігнатюк, С.В. Слухай. — К.: Знання, 2008 — 679 с.
15. Базилевич В.Д. Ринкова економіка: основні поняття і категорії. Навчальний посібник, 2-ге вид. / В.Д. Базилевич, К.С. Базилевич. — К.: Знання-Прес, 2008. — 263с.
16. Баюра Д.О. Система корпоративного управління в Україні: стан та перспективи розвитку: монографія / Д.О. Баюра. - К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2009. — 288 с.
17. Бизнес: Оксфордский толковый словарь.- М.: изд-во «Прогресс-Академия, Изд-во РГГУ, 1995.-752 с.
18. Блауберг И. В. Становление и сущность системного подхода / И.В. Блауберг, З.Г. Юдин. - М.: Наука, 1973 — 270 с.

19. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4-е изд. / М.Блауг. - М.: «Дело Лтд», 1994. - 720с.
20. Борисов А. Большой экономический словарь. / А. Борисов. - М.: Книжный мир, 2002 – 895 с.
21. Борисова В. А. Диверсифікація сільськогосподарського виробництва фермерських господарств. / В.А. Борисова, Н.Г. Маслак, М.Х. Корецький. — Суми : Довкілля, 2002. — 202 с.
22. Бровко Е.М. Стратегия диверсификации: аргументы за и против / Е.М. Бровко // Економіка розвитку – 2002. – №1 – с.21-24.
23. Бутенко А.В. Диверсифікація виробництва: цілі та стратегії реалізації / А.В. Бутенко // Економіка АПК – 2003. – №7 – с.109-114.
24. Бьюкенен Дж. Избранные труды. - М.: Альфа пресс, 1997. – 560 с.
25. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. / С.В. Валдайцев. – М.: ЮНИТИ, 2002. – 720 с
26. Васильченко З.М. Інтелектуальний капітал банку: поняття та методологія оцінки його вартості / З.М. Васильченко, В.П. Нестеренко // Вісник Академії праці і соціальних відносин. – 2010. – Вип.1. – С. 38-44.
27. Васильченко З.М. Оцінювання вартості банківського бізнесу як об'єктивна передумова здійснення угод злиття та поглинання у банківському секторі / З.М. Васильченко, Д.В. Базарний // Вісник Академії праці і соціальних відносин. – 2009. – Вип.2. – С. 65-70.
28. Васильченко З.М. Управління портфелем банківських активів / З.М. Васильченко, І.П. Васильченко // Банківська справа. – 2007. – № 6. – С.3-8.
29. Вехи экономической мысли. Теория потребительского поведения и спроса / Под ред. В. М. Гальперина. - СПб.: Экономическая школа, 2000. – 1100 с.

30. Витвицкий Я. К вопросу определения ставки дисконта при оценке бизнеса / Я. Витвицкий, У. Витвицкая // Бюллетень о приватизации. – 2006. – №9. – С. 24-27.

31. Вітковський О.С. Диверсифікація виробництва як спосіб підвищення ефективності діяльності підприємства / О.С. Вітковський // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2009. – Випуск 19. – С. 343-347.

32. Вітковський О.С. Диверсифікація діяльності, як фактор забезпечення конкурентоспроможності підприємств кондитерської галузі / О.С. Вітковський // Теоретичні та прикладні питання економіки. – Випуск 23. – 2010. – С. 208-212.

33. Вітковський О.С. Ефективність стратегії диверсифікації діяльності в умовах нестабільного зовнішнього середовища / О.С. Вітковський // Економіка та держава. – 2009. – №8. – С. 30-33.

34. Вітковський О.С. Застосування поліваріантного підходу до оцінки вартості диверсифікованих підприємств кондитерської галузі України / О.С. Вітковський // Вісник Запорізького національного університету - № 4(12) – 2011р. – с.12-16.

35. Вітковський О.С. Застосування портфельних теорій для оцінки ефективності диверсифікації діяльності підприємства / О.С. Вітковський // Підприємництво, господарства і право. – 2006. – № 9. – С. 166-169.

36. Вітковський О.С. Обґрунтування поліваріантного підходу до оцінювання вартості диверсифікаційних підприємств / О.С. Вітковський // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2011. – Випуск 25. – С. 284-288.

37. Вітковський О.С. Особливості застосування ринкового підходу до оцінки бізнесу в умовах нерозвиненості фондового ринку / О.С. Вітковський // Вісник Хмельницького національного університету. – 2009. – № 1. – С. 66-69.

38. Вітковський О.С. Оцінка вартості пакету акцій та вплив на неї структури капіталу товариства / О.С. Вітковський // Підприємництво, господарства і право. – 2008. – № 2. – с. 163-165.
39. Вітковський О.С. Фінансове забезпечення процесу диверсифікації діяльності в умовах економічного спаду / О.С. Вітковський // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – №1. – с. 6-9.
40. Вітлінський В. В., Верченко П. І., Сігал. А. В., Наконечний Я. С.. Економічний ризик: ігрові моделі: Навч. посібник / Київський національний економічний ун-т / За ред. В. В. Вітлінського — К. : КНЕУ, 2002. — 446 с.
41. Воронин В. К вопросу о взаимосвязи между ставкой дисконтирования и ставкой капитализации / В. Воронин // Вісник оцінки - №3-4. – 2009. – с.32-37.
42. Галушко О.С. Тенденції розвитку ринку кондитерських виробів та особливості трансформації у системі цінностей його учасників / О.С. Галушко // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – №8(98). – с. 17-25.
43. Геець В.М. Моделі і методи соціально-економічного прогнозування: Підручник.-2 вид., виправ. / В.М. Геець, Т.С. Клебанова, О.І. Черняк, А.В. Ставицький А.В. та інші. –Х.: ВД „ІНЖЕК”, 2008.- 396 с.
44. Гладич Г.Я. Економічний словник / Г.Я. Гладич. - Тернопіль : Економічна думка, 2005. - 167 с.
45. Горкіна Л. П. М. І. Туган-Барановський в економічній теорії та історії. - Відп. ред. І. І. Лукінов. — К.: ІЕ НАН України, 2001. – 268 с.
46. Горшков В. Г. Корпоративная стратегия промышленной компании в условиях расширяющейся диверсификации / Алтайский гос. технический ун-т им. И.И.Ползунова. — Барнаул: Издательство АлтГТУ, 2001. — 172с.
47. Гражевська Н.І. Конкурентоспроможність національної економіки в контексті сучасної парадигми модернізації // Теоретичні та прикладні питання економіки: Зб. наук. праць / за заг. ред. проф. Єханурова

Ю. І., Шегди А. В.). – К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет». – Вип.. 25. - 2011. -324 с. – с. 6-13.

48. Гринів Л.В. Оцінка підвищення конкурентоспроможності підприємств харчової промисловості: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.04 [Електронний ресурс] / Л.В. Гринів; Нац. ун-т харч. технологій. — К., 2008. — 17 с.

49. Гур'янов А.Б. Інтегративний підхід до визначення диверсифікації / А.Б. Гур'янов // Вісник економіки транспорту та промисловості. – Харків, Укр-ДАЗИ. – 2004. - №5-6. – с. 218-220.

50. Гур'янов А.Б. Стратегія управління диверсифікацію сучасного українського підприємства: дис. канд. екон. наук. 08.06.01 / А.Б. Гур'янов. – Харків, 2006. – 193 с.

51. Гурнак М.В. Організаційно-економічний механізм диверсифікації діяльності авіапідприємств: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04 [Електронний ресурс] / М.В. Гурнак; Нац. авіац. ун-т. — К., 2010. — 19 с.

52. Дереза В.М. Диверсифікація виробництва і капіталу як фактор стабілізації фінансового стану підприємства : Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.06.01 / В.М. Дереза ; Нац. гірн. ун-т. — Д., 2005. — 19 с.

53. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] / Офіційний ВЕБ-портал Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://ukrstat.org/uk>

54. Дудтка Т.В. Вимір та оцінка інвестиційної привабливості підприємств харчової промисловості: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.04 [Електронний ресурс] / Т.В. Дудтка; НАН України. Ін-т пробл. ринку та екон.-екол. дослідж. — О., 2007. — 19 с.

55. Економіка підприємств: Підручник / М.Г. Грещак, В.М. Колот, А.П. Наливайко та ін.; За заг. Ред.. С.Ф, Покропивного. – Вид. 2-ге, перероб. Та доп. – К.: КНЕУ, 2004 – 528 с.

56. Економіка підприємства: Навч. посіб. / За ред. А.В. Шегди..К.: Знання, 2006 – 614 с.

57. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. В. М. Гейця. - К.: Ін-ст. екон. прогнозув.; Фенікс, 2003. - 1008 с.
58. Економічна енциклопедія: У 3 т, / Ред. кол.: С. В. Мочерний (відп. ред) та ін. — К.: ВЦ -Академія". 2000-2002, – 952 с.
59. Економічна теорія. Політекономія: Підручник / За ред. В.Д. Базилевича. – К.: Знання-Прес, 2006. – 631с.
60. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок. К.: Видавничий будинок „Максимум”.- Тернопіль, Економічна думка.- 2000р. – 592 с.
61. Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В.. Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.; М.; Нижний Новгород; Воронеж; Ростов н/Д : Питер, 2006. — 415с.
62. Заворотній Р.І. Нові підходи до визначення вартості джерел фінансування бізнесу / Р.І. Заворотній // Актуальні проблеми економіки – 2011. – №7. – с.56-60.
63. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12 липня 2001р. № 2658-III.
64. Исследование о природе и причинах богатства народов = Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations : [перевод с английского] / Адам Смит ; [предисл. В. С. Афанасьева] Москва: Эксмо, 2007 – 956 с.
65. Ігнатюк А.І. Вертикально інтегровані структури на галузевих ринках України // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – Серія Економіка. – 2009. – № 109. – с. 19–23.
66. Ігнатюк А.І. Галузеві ринки: теорія, практика, напрями регулювання: Монографія. – К.: ННЦ ІАЕ, 2010 – 465 с.
67. Ігнатюк А.І. Концентрація галузевих ринків в умовах глобалізації // Вісник Одеського національного університету. – Том 15. Вип. 20. Економіка. – 2010. - с. 86-101

68. Історія економічних учень: Підручник / За ред. В.Д. Базилевича. — 3-ге вид., випр. — К.: Знання, 2006. — 1157 с.
69. Калиніченко Ю. В. Система принципів оцінювання майна підприємств / Ю.В. Калиніченко, Н.І. Чухрай // Актуальні проблеми економіки. — 2011. — №9. — с. 135-144.
70. Калиніченко Ю.В. Витратний підхід в оцінці вартості вітчизняних промислових підприємств / Ю.В. Калиніченко, Н.І. Чухрай // Актуальні проблеми економіки — 2010. — №11. — с. 129-137.
71. Камінський А. Б. Економічний ризик та методи його вимірювання: Навч. посіб. / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К. : Видавничий дім "Козаки", 2002. — 120 с.
72. Кейнс Дж. М. Избранные произведения. — М.: Экономика, 1993 — 543 с.
73. Кемпбелл Э., Саммерс Л. К.. Стратегический синергизм: Как создается кумулятивный положительный эффект (2+2=5) / Е. Ковачева (пер.), А. Колос (пер.). — 2-е изд. — СПб. : Питер, 2004. — 414 с.
74. Керашев М.А., Полиди А.А., Константириди Х.А. Диверсификация производства: цели, направления, эффективность. — М.: Компания Спутник+, 2004. — 172 с.
75. Клебанова Т.С., Дубовина Н.А., Милов А.В. и др. Эконометрия на персональном компьютере: Учебное пособие. — Х.: Изд. ХГЭУ, 2002. — 208 с.
76. Ковтун О. І. Стратегія підприємства: Навч. посіб. — Львів: «Новий Світ-2000», 2005. — 388 с.
77. Кондитер України [Електронний ресурс] / Офіційна ВЕБ-сторінка Агентства промислових новин «Укркондитер» — Режим доступу: <http://www.ukrkonditer.kiev.ua>
78. Кондитерська корпорація «Roshen» [Електронний ресурс] / Офіційна ВЕБ-сторінка кондитерської корпорації «Roshen». — Режим доступу: <http://roshen.com>

79. Кондратьев Н. Основные проблемы экономической статистики и динамики. - М.: Экономика, 1991. – 525 с.
80. Коноплицкий В. Это – бизнес. Толковый словарь экономических терминов / В. Коноплицкий, А. Филина. – К.: МСП «Альтерпрес», 1996 – 448 с.
81. Корінько М .Д. Ризики при диверсифікації / М.Д. Корінько //Актуальні проблеми економіки – 2003. – №7 – с.69-74.
82. Корінько М. Д. Диверсифікація в історії економічної думки / М.Д. Корінько //Актуальні проблеми економіки – 2003. – №1 – с.2-5.
83. Корінько М. Д. Організація управління при диверсифікації діяльності / М.Д. Корінько //Актуальні проблеми економіки – 2005. – №9 – с.160-169.
84. Корінько М.Д. Диверсифікація: теоретичні та методологічні основи [Текст] : монографія / М. Д. Корінько. - К. : ННЦ "Інститут аграрної економіки", 2007. - 488 с.
85. Корінько М.Д. Контроль та аналіз діяльності суб`єктів господарювання в умовах її диверсифікації: теорія, методологія, організація [Текст] : монографія / М. Д. Корінько. - К. : Інформаційно-аналітичне агентство, 2007. - 429 с.
86. Коропецький І. С. Українські економісти ХІХ століття та західна наука. - К.: Либідь, 1993. - 192 с.
87. Котляренко В.О. Диверсифікація промислового виробництва України в умовах міжнародної економічної інтеграції (на прикладі харчової промисловості) : Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.05.01 / В.О. Котляренко ; Київ. нац. екон. ун-т. — К., 2004. — 19 с.
88. Коуз Р. Фирма, рынок и право: пер. с англ. / Р. Коуз. - М.: Новое издательство, 2007. – 151 с.
89. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д.. Стоимость компаний: оценка и управление. — 2.изд., стер. — М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. — 565 с.

90. Кремер Н. Ш., Путко. Б. А., Тришин И. М., Фридман М. Н.. Высшая математика для экономистов: Учебник для студ. вузов, обуч. по экон. спец. / Наум Шевелевич Кремер (ред.) . — 2. изд., перераб. и доп. — М. : ЮНИТИ, 2003. — 471с.
91. Кунц Р. Стратегии диверсификации и успех предприятия // Проблемы теории практики управления. – 1994. - №1. – с. 96-100
92. Курочкіна І.Г. Оцінка вартості бізнесу суб'єктів господарювання (на прикладі металургійних та коксохімічних підприємств): автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.04 [Електронний ресурс] / І.Г. Курочкіна; Н.-д. центр індустр. пробл. розвитку НАН України. - Х., 2007. - 20 с.
93. Лебедь Н. П. Оценка имущества и имущественных прав в Украине. — 2.изд., перераб. и доп. / Н.П. Лебедь, А.Г. Мендрул, В.С. Ларцев, С.Л. Скрынько, Н.В. Жиленко. — К. : ООО "Информационно-издательская фирма "Принт-Экспресс", 2003. — 716с
94. Левковська Л.В. Диверсифікованість діяльності господарських систем у конкурентному середовищі / Л.М. Левковська // Держава та регіони. Серія: Економіка і підприємництво. – 2010. – №2. – С. 118-120.
95. Леонтьев В. В. Экономические эссе. — М., 1990. – 327 с.
96. Малыгина В.Д. Особенности стратегии диверсификации для предприятий кондитерской промышленности / В.Д. Малыгина, С.П. Маркелов // Харчова промисловість. – 2010. – №2. – С. 39-46.
97. Мамонтова Н.А. Особливості оцінки вартості компаній в умовах переходу до постіндустріальної економіки / Н.А. Мамонтова // Актуальні проблеми економіки – 2010. – №2. – с. 9-16.
98. Мамонтова Н.А. Побудова системи управління вартістю компанії / Н.А. Мамонтова // Актуальні проблеми економіки – 2010 - №1 – с. 21-26.
99. Мамонтова Н.А. Управління вартістю компанії: теоретико-методичні аспекти / Н.А. Мамонтова //Актуальні проблеми економіки – 2010 - №8 – с.135-139.

100. Маркелов С.П. Стратегія диверсифікації підприємств кондитерської промисловості: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 [Електронний ресурс] / С. П. Маркелов; Донец. нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. — Донецьк, 2010. — 21 с.

101. Маркус Я. Переход от ценности к стоимости в условиях продажи объектов залогового обесценивания / Я. Маркус // Вісник оцінки - №2. — 2010. — с.15-26.

102. Маркус Я. Рекомендації щодо оцінки вартості майна в умовах вимушеного продажу за обставин економічної невизначеності / Я. Маркус // Вісник оцінки - №4. — 2008. — с.2-12.

103. Маркус Я.І., Пазірук В.М. Посібник з оцінки бізнесу в Україні за ред.. Я.І. Маркуса — Київ: «Міленіум», 2002. - 342 с.

104. Марченко В.М. Методичні підходи до оцінювання синергічного ефекту злиття та поглинання / В.М. Марченко // Актуальні проблеми економіки — №4 — 2011. — с. 135-142.

105. Маршалл А. Принципы экономической науки: В 3-х томах/ Пер. с англ. - М.: Прогресс, 1993.-Том 1 — 415 с.

106. Маслак О.І. Економічні теорії диверсифікації інноваційного розвитку промисловості / О.І. Маслак // Європейський вектор економічного розвитку. — 2009. - № 2(7) — с.107-118.

107. Мельник Н.Б. Диверсифікація виробництва сільсько-господарських підприємств і господарств населення: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 [Електронний ресурс] / Н. Б. Мельник; Львів. нац. аграр. ун-т. — Л., 2010. — 20 с.

108. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства / О.Г. Мендрул // Монографія — К.: КНЕУ. — 2002. — 272 с.

109. Методика оцінки майна, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. №1891 (із наступними змінами і доповненнями).

110. Минцберг Г., Куинн Дж. Б., Гошал С., Стратегический процесс / пер. С англ. под. ред.. Ю.Н. Калтуревского. – СПб.: Питер, 2001. – 688 с.
111. Міньковська М.В. Управління диверсифікаційними процесами на підприємствах України: дис. канд. екон. наук 08.06.01 / М.В. Міньковська – Донецьк, 2003. – 219 с.
112. Модильяни Ф., Миллер М. Г. Сколько стоит фирма? Теорема ММ.- М.: Дело, 1999 – 272 с.
113. Момот Т. В. Вартісно-орієнтовне корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження / Т.В. Момот // Монографія. – Харків: ХНАМГ. – 2006. – 380 с.
114. Момот Т. В. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології. – Харьков: Фактор, 2007. – 224 с.
115. Мунтіян В.І. Економічна безпека України. — К.: Вид-во КВІЦ, 1999. — 460 с.
116. Наливайко А. П. Теорія стратегії підприємства. Сучасний стан та напрямки розвитку / Київський національний економічний ун-т. — К. : КНЕУ, 2001. — 228 с.
117. Наливайко А.П. Диверсифікаційні стратегії та ефективність діяльності підприємства / А.П. Наливайко // Культура народів Причорномор'я. — 2001. — №22. — с. 58-62
118. Напора О. Порівняльна характеристика підходів до диверсифікації на іноземних і вітчизняних підприємствах / О. Напора //Вісник Тернопільської академії народного господарства – 2002. – с.101-105.
119. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна та майнових прав». Затверджено Постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440
120. Національний стандарт №1 „Загальні засади оцінки майна і майнових прав”, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. №1440.

121. Національний стандарт №2 „Оцінка нерухомого майна”, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 28 жовтня 2004 р. №1442.

122. Національний стандарт №3 „Оцінка цілісних майнових комплексів”, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 р. №1655.

123. Національний стандарт №4 „Оцінка майнових прав інтелектуальної власності”, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 3 жовтня 2007 р. №1185.

124. Немченко Г. Диверсификация производства: цели и направления деятельности / Г. Немченко, С. Донецкая, К. Дьяконов // Проблемы теории и практики управления. – 1998. - №1. – с. 107-113.

125. Орехов С. А. Диверсифицированные корпоративные объединения: проблемы статистического анализа. — М. : ЗАО ИПЦ "БУКВИЦА", 2000. — 121 с.

126. Оценка бизнеса: Учебник / Под. ред. А.Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2007. – 736 с.

127. Паскье М. Диверсификация и эффективность / М. Паскье // Проблемы теории и практики управления, 1994 - №3. – с.79-82

128. Пасхавер О. Й., Верховодова Л. Т., Суплін Л. З Формування великого приватного капіталу в Україні / Центр економічного розвитку. — К.: Міленіум, 2004. — 90 с.

129. Пашкеев С. Зима в сказочном королевстве / С. Пашкеев // Бизнес – 2006. – №7 – с.53-57.

130. Пашкеев С. Океан надежд / С. Пашкеев // Бизнес – 2006. – №10 – с.64-67.

131. Повідомлення про ліквідацію за 10 вересня 2011 року / Урядовий кур'єр, №166 – 10.09.2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://infoboro.com.ua/Bankrut/2011/20110910L.html>

132. Політика / Арістотель, пер. з давньогрецької, авт. передм. О. Кислюк. - 2. вид. - К. : Видавництво Соломії Павличко "ОСНОВИ", 2003. - 239 с.
133. Попова С.М. Диверсифікація діяльності підприємств в умовах трансформаційної економіки : Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.06.01 / С.М. Попова ; Харк. нац. екон. ун-т. — Х., 2004. — 20 с.
134. Портер М., Э. Конкуренция.: Пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 496 с.
135. Річний звіт інвестиційного фонду Horizon Capital за 2010 рік – 36 с.
136. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса – М.: Изд-ство: Маросейка, 2007 г. – 448 с.
137. Савицкая Е.В. Экономический словарь / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bashedu.ru/konkurs/luchenko/rus/base/izdergkiproizvodstva.htm>
138. Самуэльсон П. Экономика: В 2 т.; Пер. с англ. — М.: Алгон, 1994. — Т. 1.- 333 с.
139. Сивец С. Оценка имущества в Украине в кризисный период / С. Сивец // Вісник оцінки - №3-4. – 2009. – с.22-25.
140. Силивончик А.В. Остатки сладких / А.В. Силивончик // Бизнес – 2011. - №12 – с. 63-66
141. Силівончик А. Конд-удар / А. Силівончик // Бізнес – 2010 – №31 – с.72-74
142. Симионова Н. Е., Симионов Р. Ю.. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — М. : ИКЦ "МарТ", 2004. — 464 с.
143. Синявский Н. Г. Оценка бизнеса: гипотезы, инструментарий, практические решения в различных областях деятельности. — М. : Финансы и статистика, 2004. — 240 с.

144. Сисоєва Л.Ю. Аналіз ефективності функціонування диверсифікованих компаній / Л.Ю. Сисоєва // Актуальні проблеми економіки – 2011. – №5. – с. 130-136.

145. Скопенко Н.С. Сучасний стан та перспективи розвитку харчової промисловості України на основі формування інтегрованих структур / Н.С. Скопенко // Актуальні проблеми економіки – 2011. – №4. – с. 103-111.

146. Скоробатов М.М. Диверсифікація як один із шляхів підвищення ефективності діяльності підприємств в сучасних умовах / М.М. Скоробатов, О.І. Куцерубова // Економічний вісник Донбасу - №3 – 2011р. – с.18-21

147. Смерічевський С.Ф. Зв'язано-диверсифіковані системи підприємств: генезис, моделювання та стратегічний аналіз: монографія / С. Ф. Смерічевський; Донецький держ. ун-т управління. - Донецьк : Дон.ДУУ, 2008. - 375 с.

148. Соколов В. Управление пакетными видами бизнеса в концепции корпоративной стратегии / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.cfin.ru](http://www.cfin.ru).

149. Сохацька О.М. Інтеграція BALANCED SCORECARD в систему управління вартістю організації / О.М. Сохацька, Г.Й. Островська // Комунальное хозяйство городов [Научно-технический сборник]. – 2008. – №85. – с. 120-131.

150. Старостіна А.О. Маркетинг: теорія, світовий досвід, українська практика: Підручник / А.О. Старостіна, Н.П. Гончарова, Є.В. Крикавський та ін.; за ред. А.О. Старостіної. – К.: Знання, 2009. – 1071 с.

151. Стріжик У.Р. Особливості стратегічної орієнтації підприємств кондитерської промисловості [12.03.2011] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=16>

152. Сычева Г. И., Колбачев Е. Б., Сычев В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): [Учеб. пособие]. — Ростов н/Д. : Феникс, 2003. — 378 с.

153. Тертична Н.В. Комплексна оцінка вартості підприємства: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.06.01 [Електронний ресурс] / Н.В. Тертична; Східноукр. нац. ун-т ім. В.Даля. — Луганськ, 2006. — 17 с.
154. Томпсон-мл. А. А., Стрикленд Ш. А. Дж Стратегический менеджмент. Концепции и ситуации для анализа / А.Р. Ганиева (пер.с англ.). — 12.изд. — М. ; СПб. ; К. : Вильямс, 2003. — 924 с.
155. Туровська Л. Використання доходного підходу до оцінки вартості для визначення вартості забудованої земельної ділянки / Л. Туровська // Вісник оцінки - №3-4. – 2010. – с. 44-61.
156. Українське товариство оцінювачів [Електронний ресурс] / Офіційна ВЕБ-сторінка Українського товариства оцінювачів. – Режим доступу: <http://www.uto.com.ua>
157. Укрпромінвест Група [Електронний ресурс] / Офіційна ВЕБ-сторінка групи компаній «Укрпромінвест». – Режим доступу: [www.upi.com.ua](http://www.upi.com.ua)
158. Уткин Э. А. Управление фирмой. – М.: Акалис, 1996 – 516 с.
159. Фатхутдинов Р. Инновационный менеджмент. –М.: ЗАО „Бизнес-школа” Интел-Синтез”, 1998. – 600 с.
160. Филлюк Г.М. Конкуренція і монополія в епоху глобалізації: Монографія. – Житомир: Вид-во ЖДУ ім. І.Франка, 2009. – 404 с.
161. Хіміон О.О. Теоретичні та методичні засади оцінки й управління вартістю компанії / О.О. Хіміон // Актуальні проблеми економіки – 2010 - №5 – с. 150-158.
162. Цогла О.О, Становлення диверсифікаційних процесів у діяльності підприємств / О.О. Цогла // Актуальні проблеми економіки – 2011. – №7. – с. 147-151.
163. Цогла О.О. Теоретичні основи управління диверсифікацією діяльності машинобудівного підприємства / О.О. Цогла // Актуальні проблеми економіки – 2009 - №8 – с. 150-155.

164. Черванев Д.М., Нейкова Л.І. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України.- К: Т-во „Знання”, КОО, 1999.- 514 с.
165. Чухно А.А. Економічна теорія: (у 2-х т.) т.1 – К.: ДННУ АФУ, 2010. – 512 с.
166. Чухно А.А. Економічна теорія: (у 2-х т.) т.2. – К.: ДННУ АФУ, 2010. – 628 с.
167. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли Д. В Инвестиции: Для использования в учеб. процессе студ. вузов, обуч. по экон. спец. / А.Н. Буренин (пер.), А.А. Васин (пер.). — М. : Инфра-М, 2003. — XII, 1027 с.
168. Шегда А. В. Менеджмент: Навчальний посібник. - К.: Знання, 2004. — 687 с.
169. Шегда А.В. Стратегічне управління: Підручник. – К.: ВПЦ „Київський університет”. – 2009. – 304 с.
170. Шегда А.В., Голованенко М.В. Ризики в підприємстві: оцінювання та управління: Навч. посіб. – К.: Знання, 2008 – 271 с.
171. Шелудько В. М. Фінансовий менеджмент: Підручник. – К.: Знання, 2006. – 439 с.
172. Шепета М. Диверсифікація: pro et contra // Менеджмент и менеджер – 2003. – №2 – с.5-10.
173. Шумпетер Й. История экономического анализа /пер. с англ. под ред. В.С. Автономова, в 3-х т. Т. 1. – 552 с., Т. 2. – 504 с., Т. 3. – 688 с. СПб.: Экономическая школа, 2001 г.
174. Эванс Ч., Бишоп М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007 г. – 336 с.
175. Экономическая энциклопедия / Ин-т экономики; Гл, ред. Л.И. Абалкин. – М.; Экономика, 1999. – 1056 с.
176. Экономический словарь / под ред. Азриелян А. - Ин-т новой экономики, 2007 - 1152 с.

177. Ямненко Г.Є. Нематеріальні активи як один із ключових чинників вартості підприємства / Г.Є. Ямненко // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – №8. – с. 80-86.
178. Ясько А.Г. Диверсифікаційна компонента адаптації харчової промисловості України до вимог СОТ: дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 / А.Г. Ясько; Черніг. держ. технол. ун-т. - Чернігів, 2009. - 204 арк.
179. Alfred D. Chandler Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise // The MIT Press, 1969 – 480 p.
180. Aswath Damodaran Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance // John Wiley and Sons Ltd, 2<sup>nd</sup> edition, 2006 – 696 p.
181. Burgelman R., Maidique M. Strategic Management of Technology and Innovation. - Illinois: IRWIN, Home-wood, 1998. - 604 p.
182. Carl W. Stern The Boston Consulting Group on Strategy: Classic Concepts and New Perspectives // John Wiley and Sons Ltd, 2006 – 432 p.
183. Chris M. Mellen, Frank C. Evans Valuation for M&A: Building Value in Private Companies // John Wiley and Sons Ltd, 2<sup>nd</sup> edition, 2010 – 400 p.
184. Contribution to the Theory of Economic Growth // Quarterly Journal of Economics. - 1956. - p. 3-4.
185. Damodaran Online [Електронний ресурс] / Особиста ВЕБ-сторінка А.Домадарана. – Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
186. David A. Aaker Developing Business Strategies // John Wiley and Sons Ltd, 6<sup>th</sup> edition, 2001 – 352 p.
187. David Besanko, David Dranove, Mark Shanley, Scott Schaefer Economics of Strategy // John Wiley and Sons Ltd, 2009 – 624 p.
188. David O. Faulkner The Oxford Handbook of Strategy // Oxford University Press, 2006 – 1064 p.
189. Fortune [Електронний ресурс] / Офіційна ВЕБ-сторінка журналу «Fortune». – Режим доступу: [www.fortune.com](http://www.fortune.com)

190. George S. Day, David J. Reibstein Wharton on Dynamic Competitive Strategy // John Wiley and Sons Ltd, 2004 – 480 p.
191. Graham Kenny Diversification Strategy: How to Grow a Business by Diversifying Successfully // Kogan Page, 2009 – 224p.
192. Grant R.M. Jammint A. Thomas H. Diversity, diversification and profitability among British manufacturing companies / Academy of management journal – 1988. - vol. 31 – 771-785 p.
193. Grossi G. Promoting Innovation in a Big Business // Long Range Planning – 1990. – Vol. 23.- № 1
194. Habib J, Rensonnet J-Ph. Le marketing du nouveau produit. Paris: Dunond, 1975 – 300 p.
195. Harvard Business Review on Corporate Strategy // Harvard Business Press, 1999 – 260 p.
196. Henry Mintzberg Tracking Strategies: Towards a General Theory of Strategy Formation // Oxford University Press, 2008 – 400 p.
197. Igor H. Ansoff The New Corporate Strategy // John Wiley and Sons Ltd, 1988 – 288 p.
198. Jay R. Galbraith Designing Organizations: An Executive Guide to Strategy, Structure, and Process Revised // Pfeiffer, 2001 – 192 p.
199. M. Weber The Theory Of Social And Economic Organization // Free Press, 1997 – 448 p.
200. Maquire C., Karlauskas E., Weir A. Information Services for Innovative Organizations. - California: Academic Press Inc., 1994. - 319 p.
201. Michael A. Hitt, R. Duane Ireland and Robert E. Hoskisson Strategic Management: Concepts: Competitiveness and Globalization // South-Western College Pub, 2010 – 402 p.
202. Michael C. Ehrhardt, Eugene F. Brigham Corporate Finance // South-Western College Pub, 4<sup>th</sup> edition, 2010 – 848 p.
203. Michael E. Porter Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors // Free Press, 1998 – 397 p.

204. Michael Goold, Andrew Campbell, Marcus Alexander Corporate-Level Strategy: Creating Value in the Multi-business Company // John Wiley and Sons Ltd, 1994 – 464 p.
205. Olivier Furrer Corporate Level Strategy: Theory and Applications // Routledge, 2010 – 264 p.
206. Rawley Thomas, Benton E. Gup The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners // John Wiley and Sons Ltd, 2009 – 630 p.
207. Raymond Miles, Charles Snow Organizational Strategy, Structure, and Process // Stanford Business Books, 2003 – 274 p.
208. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen Principles of Corporate Finance // McGraw-Hill/Irwin, 9<sup>th</sup> edition, 2007 – 976 p.
209. Richard P. Rumelt, David J. Teece, Dan E. Schendel Fundamental Issues in Strategy // Harvard Business School Press, 1996 – 656 p.
210. Robert M. Grant Contemporary Strategy Analysis // John Wiley and Sons Ltd, 2010 – 479 p.
211. Shannon P. Pratt Business Valuation Discounts and Premiums // John Wiley and Sons Ltd, 2<sup>nd</sup> edition, 2009 – 504 p.
212. Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies // McGraw-Hill, 7<sup>th</sup> edition, 2007 – 1000 p.
213. Sheridan Titman, John D. Martin Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions // Addison Wesley, 2007 – 592 p.
214. Stephen A. Ross Corporate Finance // McGraw-Hill Higher Education, European edition, 2010 – 1008 p.
215. Strategy: Create and Implement the Best Strategy for Your Business // Harvard Business School Press, 2005 – 162 p.
216. T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies // John Wiley and Sons Ltd, 5<sup>th</sup> edition, 2010 – 811 p.

217. Vitkovskyi O. Implementation of the portfolio theories to the valuation of efficiency of diversification / Current trends in economic science – Poland, 2011. – 162-166 p.