

ВИБІР МОДЕЛІ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВА

Л. М. Савчук, к. е. н., професор, Український державний університет науки і технологій, l.m.savchuk@ust.edu.ua, orcid.org/0000-0003-2603-7218,

Л. М. Бандоріна, к. е. н., доцент, Український державний університет науки і технологій, l.m.bandorina@ust.edu.ua, orcid.org/0000-0003-1383-3098,

К. О. Удачина, к. е. н., доцент, Український державний університет науки і технологій, k.o.udachina@ust.edu.ua, orcid.org/0000-0002-0043-6010,

Р. В. Савчук, ст. викладач, Український державний університет науки і технологій, r.v.savchuk@ust.edu.ua, orcid.org/0000-0002-3336-6565

Методологія дослідження. При проведенні дослідження моделей вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємства було використано класичний метод наукової абстракції та історичний підхід формування вартісно-орієнтованого методу фінансового управління підприємством; системний підхід – при формуванні основних моделей та методів оцінки вартості підприємства.

Результати. Виявлено, що вибір підходу та методу залежить від мети оцінки та обмежень у використанні, що обумовлюються особливостями підприємства. Показано, що на вибір моделі впливає суб'єктивне уявлення користувача інформації про цінність активу та напрями його використання з урахуванням минулих (понесених) витрат, сьогодення ситуація та майбутні перспективи. Застосування ринкового підходу до оцінки виявляється можливим лише за наявності підприємств-аналогів, інформація про які у вітчизняній практиці є важкодоступною. Вказано, що для підприємств, які певний час не здійснювали повноцінної господарської діяльності або не генерували достатніх позитивних грошових потоків від операційної діяльності, доцільно застосовувати витратну модель до оцінки вартості, а найбільш точним з точки зору майбутніх перспектив та урахування мінливості та невизначеності фінансово-економічного середовища є метод дисконтованих грошових потоків (дохідний підхід), який дозволяє здійснити моделювання при зміні окремих чинників.

Новизна. Проаналізувавши історичний аспект формування вартісно-орієнтованого підходу до фінансового управління підприємством, авторами визначено три основні рівні сприйняття цього напряму фінансовим менеджментом компаній, виходячи з тих цілей, які на даному етапі є найбільш актуальними для того чи іншого підприємства. Виходячи з результатів дослідження визначено, що кожний із методів оцінки вартості бізнесу можна співвіднести з цілями оцінки, спираючись на часову перспективу (сучасне, майбутнє та минуле). Представлено наочну авторську інтерпретацію даного підходу.

Практична значущість. Дослідження існуючих методичних підходів, методів і моделей оцінки вартості підприємства дозволяє зробити висновок про неможливість використання жодного з них як базового й про доцільність використання при оцінці бізнесу кількох методів. Реальна ж вартість компанії перебуває в проміжку між максимальною по величині оцінкою й мінімальною з них.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, моделі оцінки вартості підприємства, фактори впливу на вибір моделі, грошові потоки, цінність активів підприємства.

Постановка проблеми. Розвиток сучасних суб'єктів бізнесу на конкурентних засадах відповідно до стратегії стабільного розвитку потребує постійного вдосконалення системи управління складовими організаціями, зокрема – фінансами. Низька якість фінансового менеджменту вітчизняних підприємств призводить до виникнення і поширення кризових явищ в їхній діяльності та руйнування стратегічних орієнтирів діяльності [1].

В ринкових умовах підприємство є центром інтересів різних груп зацікавлених осіб, до яких можна віднести інвесторів, замовників, постачальників, працівників державних органів влади, суспільство. З урахуванням інтересів усіх зацікавлених груп головною метою підприємства стає його збереження, вдосконалення та розвиток, оскільки це дозволяє реалізувати також індивідуальні цілі кожного працівника. Сталий розвиток підприємства досягається при нарощуванні вартості підприємства з виконанням матеріальних, екологічних та соціальних цілей.

В концепції управління вартістю підприємство розглядається з позиції власників у вигляді інвестиції; саме ж управління носить стратегічний інноваційний характер, підпорядковується процесу створення вартості, ґрунтується на урахуванні виділених пріоритетних типів вартості. Воно не протиставляється загальній теорії менеджменту, а доповнює систему цілей підприємств ціллю його власників, виділяє процеси управління, для яких критерій вартості є головним (реорганізація, стратегічне управління, впровадження інновацій), уточнює для них функції. Управління відбувається в умовах значної невизначеності, за якою головною запорукою успіху стають особисті якості і талант топ-менеджерів.

Отже, проблемність полягає у необхідності розробки дієвих складових визначення вартості підприємства та управління нею з метою задоволення потреб учасників. Актуальною проблемою є визначення обґрунтованого цільового орієнтира вартісного управління, застосування адекватних українським економічним умовам показників та моделей оцінювання вартості підприємств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В умовах ринкової економіки в питанні якісного управління фінансами підприємств все більшої популярності набуває показник вартості бізнесу, що пов'язаний з виникненням і поширенням концепції вартісно-орієнтованого управління, яка сформувалась у 80-х роках ХХ століття в економіці США і знайшла своє відображення в господарстві більшості провідних країн світу [8].

Поштовхом для впровадження в господарське життя принципів вартісно-орієнтованого управління є глобалізація бізнесу й активізація фондового ринку, збільшення кількості приватних осіб-власників акцій, зростання кількості суб'єктів підприємництва, поширення інвестування в нематеріальні активи, зокрема в інформаційний капітал та інші фактори, які в системі класичного фінансового менеджменту часто мали другорядний характер [1, 8].

Першими зарубіжними вченими, що досліджували місце вартості в управлінні підприємством та фінансовою складовою його діяльності, стали Д. Мартін, В. Петті, Т. Коупленд, Дж. Муррін, Т. Коллер, М. Еванс [9] та інші. Серед вітчизняних науковців можна відзначити внесок у систему управління вартістю компанії І. А. Бланка [2], О. Г. Мендрула [5], А. В. Сотнікова [8], Г. Старостенко та А. Сурженко [11] та інших.

Концепція сучасного управління компанією, складовою якої є управління фінансами [10], за своєю стратегічною суттю спрямована на зростання вартості компанії. Такий вектор якісно відрізняється від класичного спрямування менеджменту фінансів – отримання прибутку в процесі задоволення суспільних потреб і збільшення добробуту власників. Переорієнтація управлінської діяльності на принципи зростання вартості бізнесу є об'єктивною вимогою сучасності, адже підприємства в реальній ринковій економіці – складні полісистемні утворення різноаспектної діяльності, що будують свою фінансову політику відповідно до середовища існування з метою врахування всіх факторів впливу на діяльність відповідно до місії створення.

Для оцінювання стабільності розвитку сучасних підприємств і використовується вартість як агрегований показник з погляду незалежного оцінювача чи потенційного користувача результатів оцінювання. У фінансах основним об'єктом аналізу є вартість бізнесу або фінансового активу, яка визначається грошовими потоками, які інвестори в майбутньому очікують отримати від володіння компанією. Водночас, на відміну від фінансових активів, очікувана прибутковість яких, якщо припустити відсутність інформаційної асиметрії, є однаковою для всіх інвесторів, реальні активи (бізнес взагалі) можуть мати різну привабливість, а отже, і вартість. Це породжується проблемою індивідуалізації бізнесу [11].

У вітчизняній літературі західний термін «value-based management» часто інтерпретується як «управління вартістю», але більш коректним буде використання поняття «управління, орієнтоване на вартість», «вартісно-орієнтоване управління» або просто «вартісне управління». Зміст самого поняття при цьому не змінюється: воно добре пояснюється таким визначенням: «... всі рішення менеджменту компанії повинні оцінюватися з точки зору їх впливу на її ринкову вартість» [5]. Іншими словами, менеджмент, орієнтований на вартість, заснований на поступовому впровадженні мислення, за якого організація починає віддавати пріоритет рішенням на основі розуміння того, як вони здатні генерувати вартість. Цікавішою видається дискусія щодо обґрунтованості використання термінів «вартість» і «цінність» в управлінському контексті. Деякі автори популяризують вартісне управління та вважають за краще використання поняття «вартість» як еквівалент англійського «value», але нині з'явилася тенденція до використання терміну «цінність», у тому числі в поєднанні «цінність для акціонерів». Логіка прихильників такої позиції полягає в тому, що «цінність» активу для власника стає «вартістю» лише в разі його продажу. Найбільш відома сьогодні теорія управління фінансами з метою задоволення потреб «стейкхолдерів» – зацікавлених сторін (stakeholders theory) передбачає обов'язкову підконтрольність керівництва компанії (менеджменту) всім зацікавленим сторонам, які

реалізують прийнятну модель корпоративних відносин. До числа зацікавлених відносять, крім власників підприємства, його працівників (від рядових співробітників до топменеджерів), кредиторів, державу (включаючи представників місцевих органів влади), постачальників, споживачів, громадські організації тощо [4, 5, 11]. Передбачається, що компанія повинна створювати цінність для всіх зацікавлених сторін: тільки це дозволить їй стійко нарощувати ринкову капіталізацію. Разом з тим, якщо для всіх стейкхолдерів, крім власників (акціонерів), дійсно має йтися про цінності бізнесу, то для власників йдеться саме про вартість, за яку власник може продати свою частку в бізнесі. Безумовно, вартість бізнесу для його власника і цінність бізнесу для всіх інших зацікавлених сторін (стейкхолдерів) можуть бути пов'язані між собою.

Досліджуючи сутність вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством, необхідно виокремити три його основні компоненти, а саме: процес створення вартості, безпосередньо управління, орієнтоване на вартість, та вимірювання вартості.

Перша компонента уособлює загальну сукупність чинників формування вартості, а також особливості функціонування підприємства, що впливають чи можуть вплинути на величину створеної вартості.

Компонента управління, орієнтованого на вартість, передбачає створення такої організації, корпоративної культури, способу мислення менеджменту тощо, які б забезпечували найкраще досягнення цілей, що ставляться у вартісно-орієнтованому управлінні.

Третя компонента – вимірювання вартості – включає методику оцінювання вартості, конкретизацію цільового показника, а також урахування ймовірної динаміки зміни внутрішніх і зовнішніх умов функціонування.

Вітчизняні підприємства під впливом сучасних тенденцій розвитку інтегруються в світове економічне середовище, розширюють ринки збуту продукції та конкурують з іноземними виробниками. За таких умов відбувається трансформація концепції управління фінансами, суттєво змінюється

стратегічна мета та критерії ефективного розвитку підприємств.

Процес управління фінансами підприємств має включати комплекс послідовних дій і конкретних заходів, зокрема: розробка стратегії управління фінансами, забезпечення інформаційної бази та внутрішнього обміну даними, визначення вартості підприємства на основі обґрунтованих критеріїв, з'ясування впливу ключових факторів на показник вартості підприємства та застосування контролюючих заходів щодо реалізації даної стратегії [5].

Аналіз довів, що останнім часом науковці все більше звертаються до більш інноваційних підходів у фінансовому управлінні. Альтернативною до традиційної фінансової моделі є вартісна модель оцінювання ефективності підприємства, за якою успішність діяльності компанії пов'язується з приростом його вартості. Розвиток вартісних моделей відбувався паралельно з удосконаленням системи управління та планування, поширенням інформаційних технологій, посиленням конкурентної боротьби та зростанням складності завдань, що постають

перед менеджерами та власниками компаній.

Вартісно-орієнтована концепція управління компанією є найбільш успішною, оскільки відповідає ринковим умовам функціонування, а зміна вартості як критерій ефективності господарської діяльності враховує майже всю інформацію, пов'язану з її діяльністю. Крім того, відкритість та стабільність функціонування є важливими характеристиками з позиції інвесторів, а створення вартості є результатом процесу інвестування в ті сфери і напрями, в яких підприємство має ринкові конкурентні переваги [3]. Тому оцінювання вартості базується на визначенні стратегічних перспектив, оцінених на основі грошових потоків, які дають змогу генерувати наявні та створювані активи.

Проаналізувавши історичний аспект формування вартісно-орієнтованого підходу до фінансового управління підприємством, ми визначили три основних рівня сприйняття цього напрямку фінансовим менеджментом компаній, виходячи з тих цілей, які на даному етапі є найбільш актуальними для того чи іншого підприємства (рис. 1).

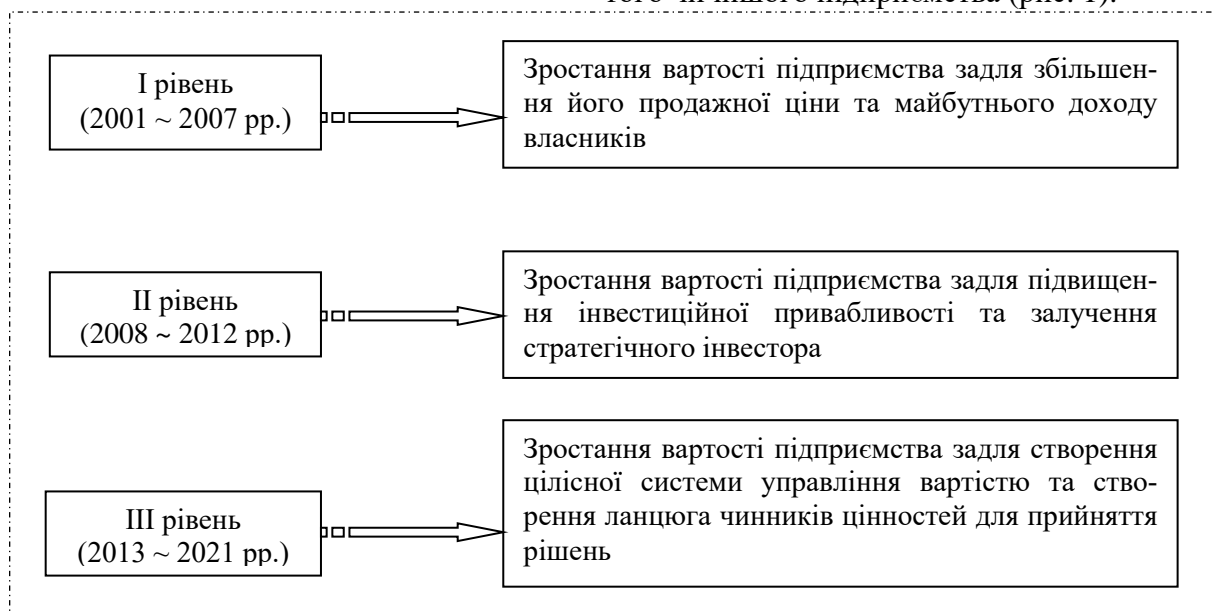


Рис. 1. Рівні сприйняття вартісного підходу (авторська розробка)

З наведеного рисунку бачимо, що на першому етапі застосування підходу на засадах вартості, основною метою було зростання вартості бізнесу з метою його подальшого продажу. Ці цілі активно реалізо-

увалися у період 2001–2007 р. р. – до початку масштабної фінансової кризи.

Формулювання мети статті. Мета роботи – опрацювання теоретичних засад та обґрунтування вибору моделі вартісно-

орієнтованого управління підприємством, спираючись на результати комплексної оцінки його фінансового стану для подальшого обґрунтування резервів зростання вартості.

Виклад основного матеріалу дослідження. Наразі, на сучасному етапі вартісно-орієнтований підхід все більше пов'язується з усвідомленням необхідності формування цілісної системи управління вартістю підприємства, яка передбачає формування так званих «ланцюжків вартості» майже на кожній ділянці або центрі відповідальності. Тому у останніх публікаціях дослідники уточнюють поняття та методи даного підходу.

Так, можна стверджувати, що вартісно-орієнтоване управління фінансами компанії доцільно трактувати як комплекс організаційних та управлінських заходів, орієнтованих на зростання вартості компанії, що координується та здійснюється на підставі інформації фінансового характеру, отриманої шляхом розрахунку вартісно-орієнтованих показників [4]. При цьому найбільш важливим є вибір показників, за якими буде здійснюватися управління та відповідно до яких прийматимуться певні фінансові рішення. Найбільш загальна класифікація вартісних показників поділяє їх на відносні (RONA, ROIC, ROI, CFROI, ROS) та абсолютні (EVA, SVA, MVA, VaR, DRV). Можливість і доцільність використання кожного із них у практичній діяльності залежить від їх значення для прийняття ефективних управлінських рішень (користі, яку вони можуть принести для менеджера, що їх використовує).

Незважаючи на переваги вартісно-орієнтованого управління, запровадження даної концепції на більшості вітчизняних підприємств передбачає виникнення досить значних проблем та суперечностей. Проведене в 2011 р. Інститутом фінансового контролінгу Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана експертне дослідження вітчизняних підприємств на предмет використання ними інноваційних інструментів фінансового управління, засвідчило надзвичайно низький рівень розвитку управління корпоративними фінансами загалом та вартісно-орієнтованого управління зокрема. Так, лише 5% під-

приємств досліджуваної сукупності розраховують вартісно-орієнтовані показники (EVA, CVA). Близько 30% крупних підприємств узагалі не обчислюють середньозважену вартість капіталу (WACC) та не використовують ставку дисконтування як для цілей вартісно-орієнтованого управління, так і для оцінки бізнес-проектів. Більше того, на 16% підприємств оцінка інвестицій не проводиться в принципі, а керівники фінансово-економічних служб 11% підприємств, що досліджувалися, взагалі не чули про такий інструмент, як ставка дисконтування [11]. Такі результати для вітчизняної економіки є сигналом негайної необхідності до переходу на нові засади та підходи фінансового управління підприємствами, які найкращим чином враховують використання внутрішніх резервів підприємства з огляду на поточну кон'юнктуру фінансового ринку, яка відображається у показниках вартості капіталу, що входять до складу моделей вартісно-орієнтованого управління.

За стандартами BSV Американського Товариства Оцінювачів (ASA) вартість діючого підприємства (going concern value) – це вартість функціонуючого підприємства або частки акціонерів в його капіталі [9].

Крім того, необхідно розрізняти вартість капіталу підприємства і вартість підприємства в цілому. Якщо перший показник є відносним виразом річних витрат щодо обслуговування заборгованості перед власниками і інвесторами, або винагородою, за яку інвестори погоджуються вкладати кошти в дане підприємство, то загальна вартість підприємства як суб'єкта на ринку капіталу залежить від величини власного капіталу, доходності, рівня ризику, темпів інфляції тощо, тобто вартість капіталу є важливим елементом у визначенні вартості підприємства.

Нині стратегічне управління фінансами, яке ставить на меті зростання вартості підприємства, домінує над підходами функціонального управління. Пріоритетними завданнями парадигми стратегічного фінансового менеджменту є забезпечення зростання вартості підприємства на ринку капіталів (капіталізація потенційної продуктивності його економічних ресурсів). Складовою вартості підприємства є індикативно

оцінена ефективність системи управління: «Концепція управління підприємством за вартістю передбачає, що вартість визначає не тільки ефективність виробництва, але й ефективність управління активами підприємства» [3].

Для визначення вартості підприємства (бізнесу) оцінювачі застосовують спеціальні прийоми і способи розрахунку, які отримали назву методів (підходів, моделей) оцінки. Кожний метод оцінки припускає попередній аналіз певної інформаційної бази і відповідний алгоритм розрахунку. Всі методи оцінки дозволяють визначити вартість бізнесу на конкретну дату і всі методи є ринковими, оскільки враховують ринкову кон'юнктуру, ринкові очікування інвесторів, ринкові ризики, зв'язані з оцінюваним бізнесом, що склалася, і передбачувану «реакцію» ринку при операціях купівлі-продажу з оцінюваним об'єктом [6].

Згідно Постанови КМУ від 26 жовтня 2011 р. № 1103 «Про затвердження Національного стандарту №2 «Оцінка нерухомого майна» та Постанови № 224 від 20.02.2019 р. для проведення оцінки майна в Україні

застосовуються такі основні методичні підходи: витратний, дохідний, порівняльний.

Визначення вартості бізнесу дохідним підходом засновано на припущенні про те, що потенційний інвестор не заплатить за даний бізнес суму, більшу, ніж поточну вартість майбутніх доходів від цього бізнесу. Власник не продасть свій бізнес за ціною нижче поточної вартості прогнозованих майбутніх доходів. У результаті взаємодії сторони придуть до угоди про ринкову ціну, рівної поточної вартості майбутніх доходів. Безсумнівною перевагою методів дохідного підходу є можливість комплексної, системної оцінки, коли потрібно оцінити не окремі машини на підприємстві, а весь операційний майновий комплекс, що включає весь парк взаємозалежного устаткування [7].

У рамках дохідного підходу виділяють чотири групи методів, що зображено в таблиці 1. Кожен метод має свій алгоритм розрахунку вартості бізнесу на основі використання фінансової звітності підприємства, його бізнес плану, характеристик ринку і галузі тощо.

Таблиця 1

Методи оцінки вартості підприємства при дохідному підході

Методи оцінки вартості підприємства	Базовий постулат та алгоритм розрахунку
Метод прямої капіталізації	Вартість підприємства дорівнює теперішній вартості майбутніх грошових потоків від його діяльності, які можуть бути капіталізовані учасниками (власниками)
Метод дисконтування грошового потоку	Вартість підприємства дорівнює теперішній вартості грошових потоків, генерованих кожним його компонентом, з урахуванням відмінностей у рівнях дисконтів
Метод економічного прибутку	Вартість підприємства розраховується множенням суми інвестованого капіталу на ставку економічної рентабельності, яка дорівнює різниці між рентабельністю інвестованого капіталу і середньозваженими витратами на його залучення та використання
Метод додаткових доходів	Вартість бізнесу визначається врегулюванням балансу підприємства та оцінюванням можливостей отримання доходів від його використання

Основним недоліком дохідного підходу є складність прийомів обліку індивідуальних властивостей об'єкта оцінки.

Сутність витратного (майнового) методичного підходу полягає в оцінці вартості підприємства з погляду витрат на його створення за умови, що підприємство продовжує і має намір функціонувати далі. Витратний

підхід до оцінки вартості підприємства включає методи оцінки, наведені в таблиці 2. Перевагами оцінки вартості при витратному (майновому) підході є можливість обліку впливу виробничо-господарських факторів на зміну вартості активів, розвиток технології з урахуванням ступеня зносу активів [5].

Методи оцінки вартості підприємства при витратному підході

Методи оцінки вартості підприємства	Базовий постулат та алгоритм розрахунку
Простий балансовий метод	Вартість підприємства визначається як чиста вартість активів і розраховується різниця між активами та зобов'язаннями підприємства
Метод регулювання балансу	Вартість підприємства визначається підсумовуванням реальної вартості усіх компонентів цілісного майнового комплексу підприємства за вирахуванням його зобов'язань
Метод вартості заміщення	Вартість підприємства визначається шляхом підрахунку вартості створення аналогічного цілісного майнового комплексу у поточних цінах, який має аналогічну корисність для власників, але сформований з урахуванням сучасних стандартів та вимог
Метод ліквідаційної вартості	Вартість підприємства дорівнює сумі коштів, які можна реально отримати при його ліквідації (продажу); або сумі ліквідаційних вартостей усіх видів майна підприємства
Метод нагромадження активів	Вартість підприємства розраховується як різниця між ринковою вартістю всіх активів підприємства та ринковою вартістю усіх його зобов'язань за кожним видом.
Метод скоригованих чистих активів	Вартість підприємства визначається вирахуванням із скоригованої вартості активів підприємства скоригованої вартості його пасивів. Коригування полягає у ціновому приведенні чи нормалізації бухгалтерської звітності.

Недоліками майнового підходу до оцінки вартості бізнесу є те, що балансова вартість майна ніколи не відповідає її ринковій вартості; іноді виникають труднощі з розрахунком зносу об'єкту (наприклад, коли будівлі більше 10 років).

Ринковий (порівняльний) методичний підхід до оцінки підприємства найбільше відповідає вимогам стандарту обґрунтованої ринкової вартості, тому що спирається виятково на загальнодоступну оприлюднену інформацію фондового ринку (табл. 3).

Таблиця 3

Методи оцінки вартості підприємства при порівняльному (ринковому) підході

Методи оцінки вартості підприємства	Базовий постулат та алгоритм розрахунку
Метод ринку капіталів (аналогових продаж)	Вартість встановлюється на рівні ціни купівлі-продажу контрольних пакетів акцій компаній (чи аналогів цілісних майнових комплексів)
Метод угод (мультиплікаторів)	Вартість підприємства визначається на основі визначених коефіцієнтів, що відтворюють суттєві характеристики аналогічних об'єктів, представлених на ринку
Метод галузевих співвідношень (коефіцієнтів)	Вартість підприємства визначається на основі цінових показників та інших якісних (чи фінансових) співвідношень, характерних для даної сфери господарювання

Порівняльний підхід заснований на принципі заміщення – покупець не купить об'єкт нерухомості, якщо його вартість перевищує витрати на придбання на ринку схожого об'єкта, що володіє такою ж корисністю.

Оцінка вартості об'єкта із застосуванням методів порівняльного підходу проводиться шляхом порівняння (зіставлення) об'єкта оцінки з аналогічними об'єктами, у

відношенні яких є інформація про ціни угод з ними, або із цінами раніше укладених угод з об'єктом оцінки. Проте складність вживання даного підходу полягає в трудомісткості пошуку об'єкту-аналога й необхідності внесення коректувань і виправлень у процесі оцінки між оцінюваним об'єктом і об'єктом аналогом.

Дослідження існуючих методичних підходів і методів оцінки вартості підприєм-

ства дозволяє зробити висновок про неможливість використання жодного з них як базового й про доцільність використання при оцінці бізнесу кількох методів, реальна ж вартість компанії перебуває в проміжку між максимальною по величині оцінкою й мінімальною з них.

Виходячи з результатів літературного огляду визначено, що кожний з методів оцінки вартості бізнесу можна співвіднести з цілями оцінки, спираючись на часову перспективу (сучасне, майбутнє та минуле), а на рисунку 2 представлена наочна інтерпретація даного підходу.

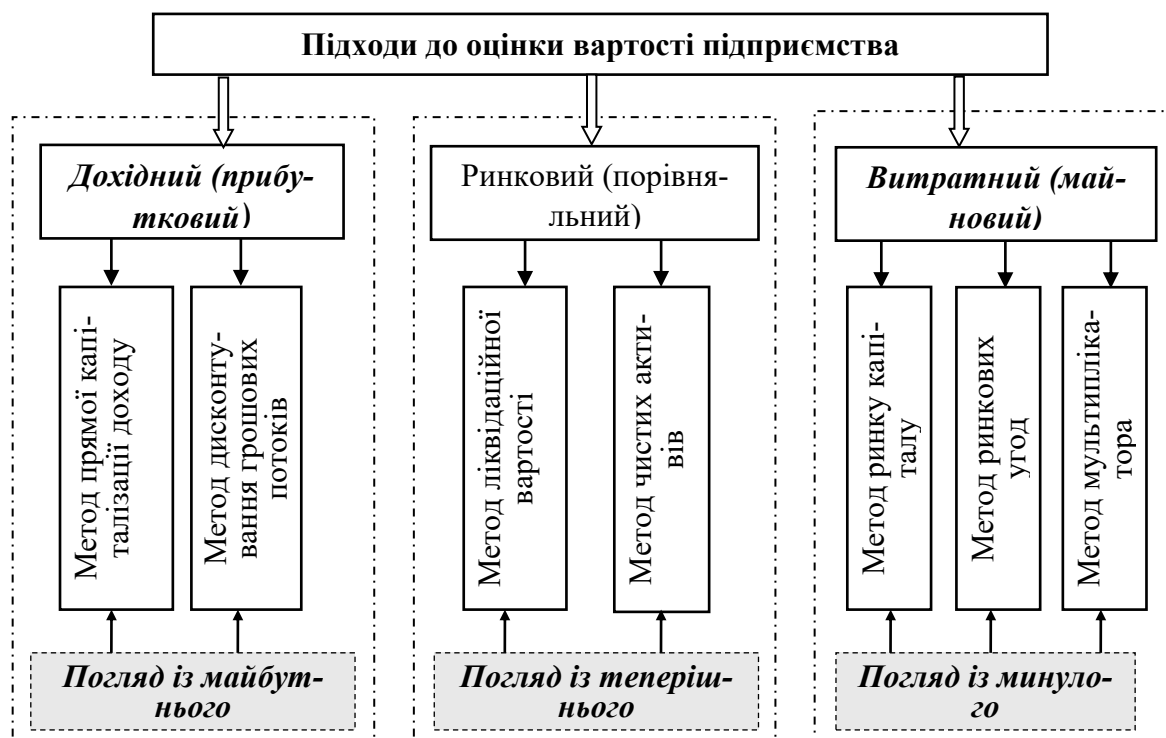


Рис. 2. Основні підходи та методи оцінки вартості підприємства (складено авторами)

Порівняльний підхід може бути ефективним, лише коли існує активний ринок порівнянних об'єктів власності. Цей підхід заснований на застосуванні принципу заміщення. Для порівняння вибираються конкуруючі з оцінюваним бізнесом об'єкти, які співставляються за аналогічними показниками. Отже, цей підхід можна визначити, як погляд із сучасного, оскільки підприємство порівнюється з наразі існуючими подібними бізнесами. На жаль, на сьогоднішній день застосування даного методу є обмеженим, у тому числі і внаслідок специфічності вітчизняних реалій олігархічної економіки.

Витратний підхід головним чином застосовується для оцінки підприємств, що мають різноманітні активи, у тому числі фінансові, а також коли бізнес не приносить сталого доходу. Зібрана інформація залежить від спеціалізації оцінюваного об'єкта і включає дані про оцінювані активи (ціни на

землю, будівельні специфікації та ін.). Іншими словами, витратний підхід можна описати як такий, який потребував би створити аналогічне підприємство знов: купувати чи орендувати землю, придбати устаткування та обладнання, побудувати будівлі та споруди, визначити вартість нематеріальних активів і т. ін. Отже, це як би погляд на підприємство із минулого та оцінка його з позицій того, що вже досягнуто, придбано та які витрати понесені.

Метод дисконтування грошового потоку передбачає, що вимірником прогнозованих доходів, які розглядалися раніше як основа для визначення його ринкової вартості, виступають не прогнозовані доходи, а грошові потоки. Визначення вартості бізнесу методом дисконтування грошового потоку засновано на припущенні про те, що потенційний інвестор не заплатить за даний

бізнес суму, більшу, ніж поточна вартість майбутніх доходів від цього бізнесу.

Власник не продасть свій бізнес за ціною нижче поточної вартості прогнозованих майбутніх доходів. У результаті взаємодії сторони придуть до угоди про ринкову ціну, що дорівнює поточній вартості майбутніх доходів. Даний метод оцінки вважається найбільш прийнятним з точки зору інвестиційних мотивів, оскільки будь-який інвестор, що вкладає гроші в діюче підприємство, в кінцевому рахунку купує не набір активів, що складається з будівель, споруд, машин, устаткування, нематеріальних цінностей і т. д., а потік майбутніх доходів, що дозволяє йому окупити вкладені кошти, отримати прибуток і підвищити свій добробут. З цієї точки зору всі підприємства, до яких би галузей економіки вони не належали, виробляють усього один вид товарної продукції – гроші.

Застосування даного методу найбільш обґрунтовано для оцінки підприємств, що мають певну історію господарської діяльності (бажано прибутковою) і знаходяться на стадії росту або стабільного економічного розвитку. Даний метод в меншій мірі застосований до оцінки підприємств, що зазнають систематичні збитки (хоча і негативна величина вартості бізнесу може бути фактом для прийняття управлінських рішень). Слід дотримуватися розумної обережності при застосуванні цього методу для оцінки нових підприємств, нехай навіть і багатообіцяючих. Відсутність ретроспективи прибутків ускладнює об'єктивне прогнозування майбутніх грошових потоків бізнесу [8, 11].

Найбільш точним в оцінці вартості з урахуванням майбутніх перспектив підприємства є метод грошових потоків, який передбачає їх відповідне дисконтування. Але, на жаль, цей метод не завжди можна використати у практичній діяльності, оскільки на певному етапі свого розвитку підприємство може не отримувати прибутку, який становить основу грошового потоку. Метод дисконтованих грошових потоків – універсальний метод, що дозволяє визначити справжню вартість майбутніх грошових потоків. Грошові потоки можуть довільно змінюватися, нерівномірно поступати і відрізнятися високим рівнем ризику. Інвестор розглядає об'єкт нерухомості у вигляді набору майбутніх переваг і оцінює його привабливість з позицій того, як грошове вираження цих майбутніх переваг співвідноситься з ціною, за якою об'єкт може бути придбаний [5].

Для підтвердження висновків дослідження була розроблена інформаційна система, що дозволяє виконувати розрахунки з використанням відкритих публічно даних за обраними моделями. Для прикладу пропонуємо результати роботи системи для середнього торговельного підприємства. Фінансовий аналіз діяльності цього підприємства підтверджує можливість розрахувати вартість підприємства у прогнозному періоді не тільки методом чистих активів, а й за більш точним методом дисконтованих грошових потоків. Робота моделей вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємства наведена на рисунках 3, 4.

2				
3	Стаття	2018 рік	Прогнозний рік	Відхилення
4	Активи	11 136	8 047	-3 089
5	II. Довгострокові зобов'язання та забезпечення	0	0	0
6	III. Поточні зобов'язання та забезпечення	8 024	4 431	-3 593
7	Розрахункова вартість чистих активів	3 112	3 616	504
8				

Рис. 3. Вартість підприємства у прогнозному періоді методом чистих активів

3	4	Прогнозний рік			
		1	2	3	4
5	Найменування показника / роки				
6	Чистий фінансовий результат	513,30	541,53	571,31	602,73
7	Темп росту	0	1,055	1,055	1,055
8	Амортизація	106,7	101,4	96,3	91,5
9	Грошовий потік	620,00	642,93	667,61	694,23
10	Ставка дисконтування	0,22			
11	Коефіцієнт дисконтування	0,82	0,67	0,55	0,45
12	Теперішня вартість	508,4	430,7631	367,1855	312,4035
13	Термінальна вартість	3621,15			
14	Ринкова вартість підприємства за методом DCF	3 934			
15					

Рис. 4. Розрахунок прогнозної вартості підприємства методом дисконтованих грошових потоків

Отже, як бачимо, незважаючи на зниження загальної вартості активів, що було досягнуто за рахунок скорочення зайвих запасів, та зниження поточної заборгованості, вартість підприємства в цілому за методом чистих активів зростає на 504 тис. грн. У порівнянні з приростом попереднього року (99 тис. грн.) це зростання майже в п'ять разів вище.

Вартість підприємства за методом DCF становить 3 934 тис. грн. та навіть перевищила розрахункову вартість за методом чистих активів. І це зрозуміло, адже, як було доведено, DCF-метод – це погляд з майбутнього, який свідчить про наявний в підприємстві потенціал, а метод чистих активів враховує по суті ліквідаційну вартість підприємства.

Отже, завдяки запропонованим у роботі заходам та спираючись на управління, засноване на вартісному підході, підприємство демонструє суттєве покращення не тільки фінансового стану, а й стабільне зростання вартості у довгостроковій перспективі.

Отримані результати виступають інформаційним обґрунтуванням управлінських рішень стосовно ефективності запропонованих у роботі моделей вартісно-орієнтованого управління фінансами.

Висновки. Отже, спираючись на вищезазначене та з урахуванням специфіки бізнесу й погляду на процедуру оцінки з точки зору часових перспектив, ми можемо сформулювати наступні висновки:

– вибір підходу та методу залежить від мети оцінки та обмежень у використанні, що обумовлюються особливостями підприємства;

– на вибір моделі впливає суб'єктивне уявлення користувача інформації про цінність активу та напрями його використання з урахуванням минулих (понесених) витрат, сьогоденної ситуації та майбутніх перспектив;

– застосування ринкового підходу до оцінки видається можливим лише за наявності підприємств-аналогів, інформація про які у вітчизняній практиці є важкодоступною;

– для підприємств, які певний час не здійснювали повноцінної господарської діяльності або не генерували достатніх позитивних грошових потоків від операційної діяльності, доцільно застосовувати витратну модель до оцінки вартості;

– найбільш точним з точки зору майбутніх перспектив та урахування мінливості та невизначеності фінансово-економічного середовища є метод дисконтованих грошових потоків (дохідний підхід), який дозволяє здійснити моделювання при зміні окремих чинників.

Література

1. Корягін М.В. Бухгалтерський облік у системі управління вартістю підприємства: теоретико-методологічні концепції: монографія. Львів: ЛКА, 2012. 389 с.
2. Бланк І.А. Торговий менеджмент. Trade Management. К.: Вид-во Укр.-Фін. ін-ту менеджменту і бізнесу, 1997. 408 с.

3. Кузьмін О.Є., Георгіаді Н.Г. Формування і використання інформаційної системи управління економічним розвитком підприємства: монографія. Л.: Вид-во Нац. ун-ту «Львівська політехніка», 2006. 368 с.

4. Мартін Д., Петті В. VBM – управління, що базується на вартості: Корпоративна відповідь революції акціонерів. Пер. з англ.; За наук. ред.. О.Б. Максимової, І.Ю. Шарипової. Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. 272 с.

5. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств. Монографія. К.: КНЕУ, 2002. 272 с.

6. Міжнародні стандарти оцінки: принципи, стандарти та правила за ред. О. Драпиковського, І. Іванової. К.: УКРелс, 2007. 105 с.

7. Нусінова О.В. Вартість підприємства як показник результатів діяльності. *Науковий вісник Ужгородського університету*. 2011. Випуск 2(34). С. 132-135.

8. Сотніков А.В. Еволюція концепції вартісно-орієнтованого управління. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку: збірник наук. праць*. Львів, 2011. С. 252-257.

9. Evans M.H. Creating Value through Financial Management. *Excellence in Financial Management. Course 8*. December 2008. 27 p.

10. Савчук Л.М., Череп А.В. Теорія та методологія формування інвестиційно-фінансової стратегії розвитку суб'єктів національного господарства: монографія. Дніпро: Журфонд, 2019. 420 с.

11. Старостенко Г., Сурженко А. Вартісно-орієнтоване управління фінансами в сучасних реаліях ведення бізнесу в Україні. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. №3(7). С. 178-186.

References

1. Koriahin, M.V. (2012). Bukhholderskyi oblik u systemi upravlinnia vartistiu pidpriemstva: teoretyko-metodolohichni kontseptsii. Lviv: LKA.

2. Blank, I.A. (1997). *Torhovyi menedzhment. Trade Management*. Kyiv: Vydavnytstvo Ukrainko-Finansovoho instytutu menedzhmentu i biznesu.

3. Kuzmin, O.Ye., & Heorhiadi, N.H. (2006). *Formuvannia i vykorystannia informatsiynoi systemy upravlinnia ekonomichnym rozvytkom pidpriemstva*. Lviv: Vydavnytstvo Natsionalnoho instytutu «Lvivska politekhnikha».

4. Martin, D., & Petti, V. (2006). *VBM – upravlinnia, shcho bazuietsia na vartosti: Korporatyvna vidpovid revoliutsii aktsioneriv*. (Trans). O.B. Maksymova, I.Yu. Sharapova (Eds.). Dnipropetrovsk: Balans Biznes Buks.

5. Mendrul, O.H. (2002). *Upravlinnia vartistiu pidpriemstv*. Kyiv: KNEU.

6. Drapikovskyy, O., & Ivanova, I. (Eds.). (2007). *Mizhnarodni standarty otsinky: pryntsypy, standarty ta pravyla*. Kyiv: UKRels.

7. Nusinova, O.V. (2011). *Vartist pidpriemstva yak pokaznyk rezultativ diialnosti*. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho universytetu*, Issue 2(34), 132-135.

8. Sotnikov, A.V. (2011). *Evoliutsiia kontseptsii vartistno-orientovanoho upravlinnia*. *Menedzhment ta pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia i problemy rozvytku*. (pp. 252-257). *Zbirnyk naukovykh prats*. Lviv.

9. Evans, M.H. (2008). *Creating Value through Financial Management. Excellence in Financial Management. Course 8*. December. 27 p.

10. Savchuk, L.M., & Cherep A.V. (2019). *Teoriia ta metodolohiia formuvannia investytsiynofinansovoi stratehii rozvytku subiektiv natsionalnoho gospodarstva*. Dnipro: Zhurfond.

11. Starostenko, H., Surzhenko A. (2016). *Vartistno-orientovane upravlinnia finansamy v suchasnykh realiiakh vedennia biznesu v Ukraini*. *Problemy i perspektyvy ekonomiky ta upravlinnia*, 3(7), 178-186.

CHOOSING A MODEL OF VALUE-ORIENTED FINANCIAL MANAGEMENT OF THE ENTERPRISE

L. M. Savchuk, Ph. D (Econ.), Professor, Ukrainian State University of Science and Technologies,

L. M. Bandorina, Ph. D (Econ.), Associate Professor, Ukrainian State University of Science and Technologies,

K. O. Udachyna, Ph. D (Econ.), Associate Professor, Ukrainian State University of Science and Technologies,

R. V. Savchuk, Senior Lecturer, Ukrainian State University of Science and Technologies

Methods. The classical method of scientific abstraction and the historical approach to the formation of the value-oriented method of financial management of the enterprise were used in the study of models of value-oriented financial management of the enterprise; system approach was used in the formation of the main models and methods of estimating the value of the enterprise.

Results. It was found that the choice of approach and method depends on the purpose of the assessment and limitations in use, which are determined by the characteristics of the enterprise; the choice of the model is influenced by the user's subjective perception of information about the value of the asset and directions of its use, taking into account past (incurred) expenses, today's situation and future prospects; the application of the market approach to the assessment seems possible only

in the presence of similar enterprises, information about which in domestic practice is difficult to access; for enterprises that for some time did not carry out full-fledged economic activities or did not generate sufficient positive cash flows from operational activities, it is advisable to apply the cost model to estimate the value; the most accurate from the point of view of future prospects and taking into account the variability and uncertainty of the financial and economic environment is the method of discounted cash flows (income approach), which allows modeling when certain factors change.

Novelty. The historical aspect of the formation of a value-oriented approach to the financial management of an enterprise was analyzed, three main levels of perception of this direction by the financial management of companies, based on those goals that are most relevant for this or that enterprise at this stage were determined by the authors. Based on the results of the research, it was determined that each of the methods of assessing business value can be correlated with the assessment goals, based on the time perspective (present, future and past); a visual author's interpretation of this approach was present.

Practical value. The study of existing methodological approaches, methods and models for estimating the value of an enterprise allows to conclude that it is impossible to use any of them as a basis, and that it is expedient to use several methods when evaluating a business. At the same time, the real value of the company is in the interval between the maximum estimate and the minimum of them.

Keywords: value-oriented management, enterprise value assessment models, factors influencing the choice of model, cash flows, value of enterprise assets.

Надійшла до редакції 02.02.23 р.