

4. Ивашковская И.В., Григорьева С.А., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др. Корпоративные финансовые решения (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала) : монография / Под науч. ред. д-ра экон. наук И.В. Ивашковской. – М. : ИНФРА-М, 2012. – 281 с. – (Научная мысль).
5. Степанова А. Н., Балкина Е. А. Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний // Корпоративные финансы. – 2013. – № 3(27). – С. 5-22.
6. Бичкова Н.В., Яровий А.Т. Моделювання впливу фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності / Н. В. Бичкова // Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова. – 2011. – № 16. – С. 14-22.
7. Иванов М.Е. Влияние глобальных экономических кризисов на формирование и развитие национальной финансовой архитектуры // Теоретические и прикладные исследования социально-экономических систем в условиях интеграции России в мировую экономику. – Тюмень : Тюменский государственный университет, 2013. – С. 719-723.
8. Теплова Т.В., Панкова Е.В. Эмпирическое исследование влияния финансовых ограничений, определяемых раз мером компании, на инвестиционное поведение на российском рынке / Т. В. Теплова. – 2007. – № 4(22). – С. 212-226.
9. Лактионова А.А. Элементы гибкости финансовой системы / А.А. Лактионова, И. С. Чишко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2011. – № 1. – С. 659-673.
10. Григор'єв Л. Ю., Кудрявцев Д. В., Горелик С. Л. Корпоративна архітектура і її складові / Л. Ю. Григор'єв // Формування ринкової економіки в Україні. – 2011. – № 23(Ч.2). – С. 270-277.
11. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2010. – 480 с.
12. Бичкова Н.В. Структура власності національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансово-господарської діяльності / Н. В.Бичкова // Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова. – 2010. – № 7. – С. 5-15.
13. Fazzari Steven M. Financing Constraints and Corporate Investment / Steven M. Fazzari, Bruce c. Petersen, R. Glenn Hubbard // [Electronic resource]. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=228014](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=228014).
14. Badurrry, H. (2009). The choice of corporate liquidity and corporate governance. Review of Financial Studies, 22(4), 208-229.
15. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints: [Електронний ресурс] / S. Kaplan, L. Zingales // Quarterly Journal of Economics. – 1997. – № 112. – P. 169-215. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=8429](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8429).

УДК 658.1:336.74

**Лиса О.М.**  
*магістр*

*Національного університету харчових технологій*

**Говорушко Т.А.**

*доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри «Фінанси»*

*Національного університету харчових технологій*

## ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ЗА ДОПОМОГОЮ МЕТОДУ ДИСКОНТУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ

У даній статті розглянуто сутність та необхідність оцінки вартості підприємства у сучасній економіці. Висвітлено специфіку застосування на практиці концепції вартісно-орієнтованого управління на прикладі двох підприємств. Розглянуто один із методів визначення вартості підприємства, а саме: метод дисконтування грошових потоків. На його основі проведено порівняльний аналіз вартості конкретних виробничих підприємств в сучасних умовах, в результаті чого було визначено ключові фактори формування вартості бізнесу.

**Ключові слова:** вартість підприємства, методи оцінки, грошові потоки, метод дисконтування грошових потоків, чистий прибуток.

### **Лиса О.М., Говорушко Т.А. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ С ПОМОЩЬЮ МЕТОДА ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ**

В данной статье рассмотрены сущность и необходимость оценки стоимости предприятия в современной экономике. Освещена специфика применения на практике концепции ценностно-ориентированного управления на примере двух предприятий. Рассмотрен один из методов определения стоимости предприятия, а именно: метод дисконтирования денежных потоков. На его основе проведен сравнительный анализ стоимости конкретных производственных предприятий в современных условиях, в результате чего были определены ключевые факторы формирования стоимости бизнеса.

**Ключевые слова:** стоимость предприятия, методы оценки, денежные потоки, метод дисконтирования денежных потоков, чистая прибыль.

### **Lysa O.M., Hovorushko T.A. COMPARATIVE ANALYSIS OF THE VALUE OF COMPANIES USING DISCOUNTED CASH FLOW METHOD**

This article examines the nature and necessity of a company valuation in today's economy. In addition, highlights the specificity of the practical application of the concept of value-based management by the two companies. We consider a method of determining the value of the enterprise, including: discounted cash flow method. On the basis of its comparative cost analysis of specific industrial enterprises in modern conditions, resulting in identified key factors of business value.

**Keywords:** enterprise value, methods of valuation, cash flow, discounted cash flow method, the net profit.

**Постановка проблеми.** Одним із факторів сталого економічного розвитку підприємства є його вартість, оскільки вона відображає сукупну характеристику фінансових показників діяльності підприємства та забезпечує інтереси різних учасників ринкових від-

носин. Тому в сучасній економіці постає завдання підвищення вартості підприємства з метою забезпечення стабільного розвитку та його конкурентоспроможності. Актуальність дослідження полягає у поглибленні теоретичних, методичних аспектів орга-

нізаційно-методичного забезпечення управління вартістю підприємства, зокрема, на основі методу дисконтування грошових потоків.

Стабілізація трансформаційної економіки України, її відповідність загальносвітовим тенденціям економічного розвитку, вимагає істотно нових підходів до стратегії економічного зростання суб'єктів господарювання, адекватної оцінки ефективності їхньої діяльності. Ефективне функціонування господарської одиниці і формування конкурентних можливостей бізнесу у сучасній глобальній постіндустріальній економіці повинно базуватися на використанні нових інструментів управління економічним розвитком суб'єкта господарювання. Пошук нових управлінських парадигм як теорії управління у сучасній економіці властивий не тільки країнам з трансформаційною економікою, він є актуальним і для країн з розвинутою економікою.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Для теоретико-методологічної розробки питань вартісної оцінки бізнесу важливу роль мають роботи праці таких відомих економістів, як Акер Д., Коллер Т., Коупленд Т., Маршалл А., Мурін Дж., Раппапорт А., Скотт М. Окремі аспекти означеної проблематики вартісно-орієнтованого управління досліджувалися у працях ряду вітчизняних науковців: Андрощук О.Є., Івасіва І.Б., Іоніна Д.Є., Мендрула О.Г., Приймак С.В., Терещенка О.О. Проте з урахуванням важливості оцінки вартості підприємства актуальність дослідженого питання не втрачається.

**Постановка завдання.** Проведення порівняльного аналізу вартості підприємств на основі методу дисконтування грошових потоків; визначення шляхів підвищення вартості підприємства. Для досягнення поставленої мети досліджено сутність даного питання, здійснено оцінку та проведено порівняльний аналіз вартості двох підприємств.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Вартість бізнесу – це вартість діючого підприємства або вартість 100% корпоративних прав у діловому підприємстві. Оцінка майна, майнових прав – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою,

встановленою нормативно-правовими актами [1].

На думку О.О. Терещенка, метою оцінки вартості підприємства є визначення бази для складання переважального чи розподільного балансу, для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав у тому числі при здійсненні операцій поглинання і приєднання, визначення вартості ліквідаційної маси, реальної ціни продажу майна, реальної вартості кредитного забезпечення, розрахунок ефективності санації, визначення ціни продажу об'єкта приватизації [3].

Оцінка підприємства здійснюється, як правило, на базі ринкової вартості ймовірної суми грошей, за яку можливі купівля-продаж об'єкта оцінки на ринку [2].

На сьогодні особливого поширення набуває вартісно-орієнтоване управління фінансами компанії. Це 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. Найбільш загальна класифікація вартісних показників поділяє їх на відносні (RONA, ROIC, ROI, CFROI, ROS) та абсолютні (EVA, SVA, MVA, VaR, DRV) [3].

Наявність великої кількості методів, щодо оцінки вартості підприємства формує певні особливості їх розрахунку, найголовніші з них розглянемо в табл.1.

Для реалізації завдань фінансового менеджменту в управлінні вартістю підприємства використовується ряд методів. Найбільш відомим з них є метод дисконтування грошових потоків.

Метод непрямої капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків) застосовується у разі, коли прогнозовані грошові потоки від використання об'єкта оцінки є неоднаковими за величиною, непостійними протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі. Прогнозовані грошові потоки, у тому числі розмір реверсії, підлягають дисконтуванню із застосуванням ставки дисконту для отримання їх поточної вартості.

Таблиця 1

Алгоритм розрахунку вартості підприємства за різними критеріями

№	Назва показника	Методологія розрахунку
1	Метод середньозваженої вартості капіталу -WACC	Очікувані грошові потоки після сплати податків дисконтуються за ставкою, що відображає сукупний дохід, що вимагається інвесторами – за середньозваженою вартістю капіталу (WACC).
2	Метод приросту акціонерного капіталу (FTE)	Віднесені на рахунок акціонерів грошові потоки дисконтуються за вартістю акціонерного капіталу (з левериджем).
3	Метод скорегованої приведеної вартості (APV)	Операційні грошові потоки після сплати податків дисконтуються, виходячи з припущення про відсутність левериджа у складі активів, при цьому вартість податкового щита (звільнення від сплати податків за борговими зобов'язаннями) визначається окремо і додається до вартості без левериджа, у результаті чого виходить повна поточна вартість активу.
4	Метод зіставлення мультиплікаторів	Відношення показника, що порівнюється (чиста виручка, прибуток, CF тощо), на оцінюваному підприємстві до мультиплікатора (розраховується з використанням даних підприємства-аналога).
5	Метод ринкова додана вартість (MVA)	1.Різниця між ринковою ціною капіталу та інвестованим в підприємство капіталом; 2. відношення всього капіталу, який інвестувало підприємство з моменту його створення до ринкової вартості усіх власних і залучених коштів підприємства
6	Метод економічної доданої вартості (EVA)	визначається як різниця між чистим прибутком та вартістю використаного для її отримання власного капіталу підприємства.
7	метод доданої вартості акціонерного капіталу (SVA)	Різниця між акціонерною вартістю капіталу (MV), створеною майбутніми інвестиціями, й акціонерною вартістю капіталу (BV), створеною минулими інвестиціями
8	Метод розрахунку дохідності інвестицій на основі грошового потоку (CFROI)	Відношення скоригованих грошових надходжень (cash in) за поточними цінами до скоригованих грошових видатків (cash out) за поточними цінами.
9	Метод розрахунку рентабельності інвестицій (ROI)	Відношенням суми прибутку або збитків до суми інвестицій.

Даний метод побудований на концепції теперішньої вартості майбутнього Cash-flow оцінюваного підприємства в розрізі окремих періодів.

Згідно з методом дисконтування грошових потоків, вартість об'єкта оцінки прирівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків або дивідендів, які можна отримати в результаті володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів.

Для оцінки вартості підприємства на базі DCF найдоцільнішим є використання показника Free Cash-flow, який характеризує сумарну величину чистих грошових потоків підприємства в результаті операційної та інвестиційної діяльності.

Пивна індустрія займає значну нішу в усій виробничій промисловості України. Вона є прибутковою не лише для інвесторів та безпосередніх виробників, а й для держави.

Останнє полягає в тому, що пивоварні підприємства є великими платниками податків, а, враховуючи специфіку продукту, і місцевих зборів. Даний продукт є досить рентабельним та популярним, тому вкладання коштів у його виробництво передбачає досить вигідні фінансові перспективи.

Прибутковість підприємств пивоваріння значною мірою залежить від багатьох факторів: наявність сировини, канали збуту, платоспроможність населення.

Великими українськими виробниками на ринку пива є «Оболонь» та «Карлсберг Україна». Частка пива «Оболонь» українському ринку пива у 2012 р. проти 2010 р. зросла і становила 29,8%, однак в той же час частка в українському експорті пива зменшилася. Виробник пива ТМ Carlsberg за підсумками 2012 наростив частку на українському ринку в суперпреміальному сегменті до 26% в об'ємному вираженні, що на 4% більше, ніж у 2011 р. Тобто дві компанії займають майже однакову частку у загальному обсязі виробників на ринку пива України.

Співставимо та проаналізуємо розраховані вартості підприємств ПАТ «Оболонь» і «Карлсберг Україна», що функціонують в одній галузі (табл. 2).

Проведені дослідження в табл. 2 свідчать, що протягом 2010-2012 рр. чистий прибуток ПАТ «Карлсберг Україна» значно перевищує аналогічний показник ПАТ «Оболонь». Також, відповідно до даної табл., можна зробити висновок, що чистий прибуток ПАТ «Карлсберг Україна» зростає швидшими темпами, що пояснюється більш ефективною їх виробничо-господарською діяльністю.

Показник Free Cash-Flow також має вищі значення у підприємства «Карлсберг Україна», однак зрос-

тання його відбувається нестабільними темпами, досить низьке зростання було у 2012 р. проти 2011 р.

Дана тенденція пояснюється тим, щоб протягом цього року відбулося більш швидке зростання даного показника на підприємстві «Оболонь».

Співставимо та проаналізуємо одержані результати підприємств ПАТ «Оболонь» і «Карлсберг Україна», що діють в одній галузі на рис. 1.



Рис. 1. Порівняння вартості підприємств за методом дисконтування Cash-Flow протягом 2010-2012 рр.

Протягом всього періоду ПАТ «Оболонь» має меншу сумарну теперішню вартість грошових потоків майже в 3 рази, ніж його конкурент. Таке становище пояснюється тим, що підприємство «Карлсберг Україна» має більші обсяги виробництва та продажу продукції, що, в свою чергу, збільшує обсяги чистого прибутку, який має вплив на вартість грошових потоків.

Крім цього, потрібно спрямувати свою політику на підвищення рівня незалежності від зовнішніх кредиторів, тобто збільшити частку власного капіталу у валюті балансу.

**Висновки.** Аналізуючи вищенадані дані, можна зробити висновок, що підприємство ПАТ «Карлсберг Україна» веде досить ефективну політику щодо нарощення вартості бізнесу. Про дану тенденцію свідчать розрахунки вартості за методом дисконтування грошових потоків та порівняння результатів з результатами підприємства-аналога ПАТ «Оболонь». Порівнюючи ці підприємства, можна зробити висновок, що ПАТ «Карлсберг Україна» має більші перспективи розвитку у майбутньому. Щодо ПАТ «Оболонь», то дане підприємство повинно спрямовувати свою політику на підвищення результатів своєї діяльності та вартості підприємства. Оскільки збільшення вартості бізнесу – один з найважливіших критеріїв сучасного ефективного управління.

Таблиця 2

Порівняння вартостей ПАТ «Оболонь» та ПАТ «Карлсберг Україна» протягом 2010-2012 рр., розрахованих за методом дисконтування Cash-Flow

Показники	ПАТ «Оболонь»			ПАТ «Карлсберг Україна»			Абсолютне відхилення, тис. грн.		
	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
Чистий прибуток підприємства	89476	118501	223878	333854	400514	512868	244378	282013	288990
Free Cash-Flow	269006	282910	461830	726205	844088	959133	457199	561178	497303
Ставка дисконтування	18,74	19,47	19,88	20,39	19,6	22,06	1,65	0,13	2,18
Коефіцієнт дисконтування	0,84	0,69	0,58	0,83	0,84	0,82	-0,009	0,15	0,24
Сумарна теперішня вартість грошових потоків	225965	195208	267861	603210	705759	785788	377245	510551	517927

**БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:**

1. Мендрул О.Г. Вартість підприємств: бази оцінки // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2012. – № 3. – С. 44-48.
2. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посібник. – К. : КНЕУ, 2013.
3. Терещенко О. Управління вартістю підприємства в системі контролінгу / О. Терещенко. – С. 2012.
4. Приймак О.С. Управління вартістю підприємства // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1-2. – С. 53-60.

УДК 336.761

**Лиса О.В.**  
доцент кафедри фінансів  
Дніпропетровського національного  
університету імені Олеся Гончара

**НАПРЯМИ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ**

Стаття присвячена дослідженню сучасного стану та перспектив розвитку ринку похідних фінансових інструментів (деривативів) в Україні. Матеріал статті базується на аналізі вітчизняного ринку деривативів за останні чотири роки. Виявлено основні проблеми, що перешкоджають розвитку ринку деривативів в Україні; наведені перспективні напрями розвитку ринку.

**Ключові слова:** деривативи, похідні фінансові інструменти, фондовий ринок, біржовий ринок, цінні папери, хеджування ризиків.

**Лыса Е.В. НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ В УКРАИНЕ**

Статья посвящена исследованию современного состояния и перспектив развития рынка производных финансовых инструментов (деривативов) в Украине. Материал статьи основан на анализе различных аспектов функционирования отечественного рынка деривативов за последние четыре года. Выявлены основные проблемы, препятствующие развитию рынка деривативов в Украине; приведены перспективные направления развития рынка.

**Ключевые слова:** деривативы, производные финансовые инструменты, фондовый рынок, биржевой рынок, ценные бумаги, хеджирование рисков.

**Lysa O.V. DIRECTIONS OF MARKET OF DERIVATES DEVELOPMENT ARE IN UKRAINE**

The article is devoted to research of the modern state and prospects of market of derivative financial instruments (derivatives) development in Ukraine. Material of the article is based on the analysis of various aspects of functioning of derivative's market for the last four years. Found out basic problems that hinder to derivative's market development in Ukraine; the brought perspective directions over of market development.

**Keywords:** derivatives, derivative financial instrument, stock market, exchange market, issuer, hedging of risks.

**Постановка проблеми.** У сучасній науковій думці та фінансовій практиці категорія «похідні фінансові інструменти» (ПФІ) є неоднозначною. Науковці й дослідники, що займаються вивченням позитивного та негативного впливу похідних фінансових інструментів (деривативів) на стан розвитку світового фінансового ринку та світову фінансову стабільність загалом, не дійшли спільної думки щодо сутності й ролі таких інструментів у складі загальної системи інструментів фінансового ринку. Більше того, з поглибленням процесів глобалізації, інтеграції національних фінансових ринків у світовий, зростання обсягів фіктивного капіталу, втіленого в деривативах на світових ринках, ймовірного негативного впливу на світову фінансову стабільність, дискусійні питання щодо сутності й необхідності похідних фінансових інструментів у майбутньому набули особливої гостроти й актуальності.

Попри те, що похідні фінансові інструменти застосовуються у світовій торгівлі вже досить довго, наукова спільнота ще не дійшла єдності щодо їх визначення, тлумачення та класифікації. Відсутність повного розуміння щодо їх видової приналежності, місця в структурі світового фінансового ринку, наслідків застосування та ролі в створенні передумов настання світових фінансових криз не дає можливості їх безпечного масштабного запровадження в Україні.

Науковці й дослідники навіть застосовують різні терміни при розгляді одних і тих же фінансових інструментів. Характеризуючи форвардні й ф'ючерсні

контракти, опціони, свопи, різні науковці називають їх і «похідними фінансовими інструментами», і «деривативами», і «строковими цінними паперами», і «похідними цінними паперами», і «інструментами хеджування» тощо. Така ситуація призводить до певної розмитості розуміння сутності даної категорії. В Україні, навіть в діючому законодавстві, в різних нормативно-правових актах похідні фінансові інструменти носять різні назви і, відповідно, по-різному тлумачаться.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню питань розвитку фондового ринку і, зокрема, ринку деривативів присвячено багато наукових праць відомих закордонних і вітчизняних науковців і дослідників. Основи теорії функціонування фондового ринку і операцій з похідними фінансовими інструментами сформуливали такі класики фінансової науки, як Дж.М. Кейнс, Дж. Хікс, І. Фішер та ін. Подальшого розвитку вони набули в наукових працях Ф. Блека, Дж. Маршалла [5], Р. Мертона, М. Мілера, Ф. Модільяні, Дж. Фіннерті, С. Х'юза, В. Шарпа та ін.

Серед вітчизняних дослідників, які працювали над даною темою, можна зазначити М.А. Гапонюк [1], В.В. Гоффе [2], С.М. Еш [3], О.Г. Мендрула, О.М. Мозгового, О.В. Парандій [1], О. Сохацьку [9], О.Л. Франченко, Н.І. Чередніченко, І.А. Шевчук, І.Ф. Ясіновську [10] та ін. У їх наукових працях розглядаються різні аспекти та сфери застосування похідних фінансових інструментів – в якості складника