

ДАНИ ПРО АВТОРІВ

Воронкова Олена Миколаївна, доктор економічних наук, професор,
професор кафедри фінансових ринків
e-mail: VoronkovaElena@bk.ru

Кішик Тетяна Вікторівна, магістр
Університет державної фіскальної служби України
вул. Університетська, 31, м. Ірпінь, Київська обл., 08201, Україна
e-mail: Kishuk1@ukr.net

ДАННЫЕ ОБ АВТОРАХ

Воронкова Елена Николаевна, доктор экономических наук, профессор,
профессор кафедры финансовых рынков
e-mail: VoronkovaElena@bk.ru

Кишик Татьяна Викторовна, магистр
Университет государственной фискальной службы Украины
ул. Университетская, 31, г. Ирпень, Киевская обл., 08201, Украина
e-mail: Kishuk1@ukr.net

DATA ABOUT THE AUTHORS

Voronkova Olena Mykolayivna, Doctor of Economic Sciences, Professor,
Professor of Department of financial markets
e-mail: VoronkovaElena@bk.ru

Kishuk Tetyana Viktorivna, master
University of State Fiscal Service of Ukraine
University street, 31, Irpin, Kiev reg., 08201, Ukraine
e-mail: Kishuk1@ukr.net

УДК. 336.27

**ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ В УМОВАХ ВПРОВАДЖЕННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО
УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

**Довгань Л.П.
Сурженко А.В.**

***Предметом дослідження** виступає сукупність теоретичних та методичних підходів до оцінки вартості бізнесу для цілей фінансового менеджменту.*

***Мета дослідження** полягає у теоретичному обґрунтуванні необхідності впровадження системи управління вартістю в діяльність вітчизняних підприємств.*

***Методи дослідження.** Дослідження базується на діалектичному методі пізнання, що поєднується з використаними методами аналізу та синтезу, індукції та дедукції, структурно-функціональному методі та методах фінансового аналізу.*

***Результати дослідження.** Досліджено основні передумови впровадження концепції вартісно-орієнтованого управління в систему планування та організації діяльності підприємства, виявлено її необхідність та взаємозв'язок з різними сферами діяльності суб'єктів господарювання. Визначена послідовність формування стійкого циклу створення вартості та розроблена структурно-логічна схема її визначення для підприємства. Розглянуто основні підходи, що використовуються для оцінки вартості бізнесу, окреслено напрямки та умови їх використання вітчизняними підприємствами, запропоновано спосіб їх узгодження з метою визначення об'єктивного показника цінності компанії.*

***Галузь застосування результатів дослідження.** Корпоративна політика в сфері організації фінансів підприємств.*

***Висновки.** Результати дослідження свідчать про об'єктивну необхідність впровадження вартісних показників в систему управління сучасним підприємством з обов'язковим узгодженням результатів оцінки для цілей фінансового менеджменту.*

***Ключові слова:** вартість, вартісно-орієнтоване управління, узгодження, фінансовий менеджмент, стейкхолдери.*

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В УСЛОВИЯХ ВНЕДРЕНИЯ СТОИМОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ ПРЕДПРИЯТИЙ

**Довгань Л.П.
Сурженко А.В.**

***Предметом исследования** выступает совокупность теоретических и методических подходов к оценке стоимости бизнеса для целей финансового менеджмента.*

Цель исследования заключается в теоретическом обосновании необходимости внедрения системы управления стоимостью в деятельность отечественных предприятий.

Методы исследования. Исследование основано на диалектическом методе познания, который сочетается с использованными методами анализа и синтеза, индукции и дедукции, структурно-функциональном методе и методах финансового анализа.

Результаты исследования. Исследованы основные предпосылки внедрения концепции ценностно-ориентированного управления в систему планирования и организации деятельности предприятия, доказана ее необходимость и взаимосвязь с различными сферами деятельности субъектов хозяйствования. Определена последовательность формирования устойчивого цикла создания стоимости и разработана структурно-логическая схема ее определения для предприятия. Рассмотрены основные подходы, которые используются для оценки стоимости бизнеса, определены направления и условия их использования отечественными предприятиями, предложен способ их согласования с целью определения объективного показателя ценности компании.

Область применения результатов исследования. Корпоративная политика в сфере организации финансов предприятий.

Выводы. Результаты исследования свидетельствуют об объективной необходимости внедрения стоимостных показателей в систему управления современным предприятием с обязательным согласованием результатов оценки для целей финансового менеджмента.

Ключевые слова: стоимость, ценностно-ориентированное управление, согласование, финансовый менеджмент, стейкхолдеры.

COST OF BUSINESS IN THE IMPLEMENTATION OF VALUE-ORIENTED FINANCIAL MANAGEMENT OF ENTERPRISES

Dovhan L. P.
Surzhenko A.V.

The subject of research is a set of theoretical and methodological approaches to valuation of business for purposes of financial management.

Purpose – theoretical substantiation of necessity to introduction a value-based management system in the activities of domestic enterprises.

Research methods. The study is based on dialectical method of cognition, which is combined with the methods used for analysis and synthesis, induction and deduction, structural-functional method and methods of financial analysis.

The results of the study. The basic prerequisites for the implementation of the value-based management concept in planning and organization activities of the enterprise are investigated, proved the necessity and the interrelation with its different areas. The sequence of formation the sustainable cycle of value creation and the developed structural-logical scheme of its determination to the enterprise are defined. The main approaches used for the business valuation are considered, the directions and the terms of use of domestic enterprises are outlined, the proposed method of harmonizing them result with the aim of defining an objective measure of the companies value.

The scope of the results of the study. Corporate policy in the field of corporate finance.

Conclusions. The results of the study indicate the objective necessity of introduction of value indicators in the system of modern enterprise management with the obligatory coordination of the evaluation results for the purposes of financial management.

Key words: value, value-based management, coordination, financial management, stakeholders.

Постановка проблеми. Управління вартістю компанії та фінансово-економічні відносини, що виникають в процесі його реалізації, є відносно новим напрямком фінансового менеджменту. Вартісно-орієнтоване управління, будучи синтезом декількох бізнес-концепцій, знаходить своє відображення у різних сферах діяльності підприємства. Так, фінансове управління, побудоване відповідно до принципів управління вартістю, має на меті формування акціонерної вартості та пояснює необхідність дисконтування грошових потоків; стратегічне планування ґрунтується на визначальності показника створення вартості як результату інвестування у відповідний сегмент ринку та формування конкурентного потенціалу; бухгалтерський облік уніфікується відповідно до свого призначення в розрізі цієї концепції, створюючи інформаційно-аналітичне забезпечення процесів оцінки бізнесу. Разом з тим, революційним в організаційній поведінці є визнання провідною ідеєю бізнесу створення того, що має цінність і винагороджується всім стейкхолдерам. Для цих цілей вартісно-орієнтоване управління формує систему визначення і розподілу вартості між всіма учасниками бізнес-процесів.

У вітчизняній практиці діяльності суб'єктів господарювання впровадження вартісної концепції відбувається дуже повільно, що в умовах інтеграції вітчизняної економіки в світовий економічний простір і збільшення відкритості ринків призводить до втрати частини господарського потенціалу та збільшення невизначеності подальшого розвитку. Нестабільність фінансової сфери, що є передумовою виникнення та розвитку економічної кризи, зумовлює необхідність удосконалення процесу вартісно-орієнтованого управління фінансами на підприємстві, що і визначає актуальність теми дослідження.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Дослідженням питань максимізації вартості підприємств та вартісно-орієнтованого управління фінансами займалися такі іноземні вчені як: Аакер Д.,

Герц Р.Х., Дамодаран А., Данько Т.П., Доль П., Екз Р., Коллер Т., Коупленд Т., Маршалл А., Мурін Дж., Раппапорт А., Скотт М., Стюарт Дж. Б., Філіпс Д., Хунгенберг Х., Шмідт В. Важливий внесок у розробку вартісно-орієнтованого підходу до управління зробили такі українські вчені як: Ареф'єва О.В., Івасів І.Б., Мендрул О.Г., Науменкова С.В., Савчук В.П., Терещенко О.О., Стецько М.В., Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В та інші. Разом з тим, окремі аспекти оцінки вартості потребують більш ґрунтовного дослідження і уточнення.

Виклад основного матеріалу. Створення вартості є результатом ефективного використання наявного потенціалу, що формує спроможність стабільного розвитку. Це, в першу чергу, і пояснює зростанням у світовій практиці вагомості системи показників, які дають змогу не тільки вартісно оцінити корпоративні права суб'єкта господарювання, але й інтегрувати такі інструменти як економічна додана вартість (Economic Value Added – EVA) і збалансована система показників (Balanced Scorecard – BSC) в систему фінансового менеджменту підприємства [3].

З огляду на сказане, виникає нагальна необхідність розробки алгоритму проведення оцінки вартості підприємства, який би базувався на чинниках вартості, що були б прив'язані до створення вартості на всіх рівнях підприємства, виражені як фінансовими, так і операційними ключовими показниками ефективності, відображали б як поточну діяльність підприємства, так і її довгострокові перспективи, впливали б на вартість компанії і одночасно піддавались впливу менеджерів, а також були б головною об'єднуючою ланкою вартості підприємства і його управління [1].

У вітчизняній науковій літературі методика оцінки вартості підприємства здійснюється, в основному, за дохідним, витратним та ринковим підходами [2,4,6]. Наявна методика не включає попередніх процедур розрахунку фінансових і операційних показників ефективності та стабільності, а тому фінансові менеджери не мають попередньої поведінкової карти і важелів впливу на управління фінансами підприємства. Враховуючи необхідність існування відносної стабільності циклу формування вартості для цілей вартісно-орієнтованого управління фінансами та оцінки вартості бізнесу, безпосередньо перед проведенням оцінки необхідно збалансувати всі процеси на підприємстві та зрівноважити показники його стану, що лягають в основу оцінки вартості, адже лише за цих умов можливо ефективно управляти нею та отримати вигоду стейкхолдерам (рис.1).



Рисунок 1. Формування стійкого циклу створення вартості

Алгоритм оцінки вартості підприємства, наведений на рис.2, показує порядок здійснення усього блоку вартісно-орієнтованого управління, включаючи діагностику фінансів підприємства і управління ними [3].

При оцінці вартості необхідно зробити певні узагальнення і градацію процесу вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємства на декілька етапів, особливо слід виділити попередні процедури фінансової діагностики підприємства, які необхідні і потенційним покупцям і продавцям бізнесу (або фінансовим менеджерам). Як відомо, ціна об'єкта визначається в момент купівлі-продажу, а от прогнозована вартість об'єкта обраховується задовго до цього і вона повинна якомога точніше відповідати існуючому ціновому інтервалу за майно з аналогічною корисністю.

На першому етапі, як показує алгоритм оцінки вартості підприємства, дії фінансових менеджерів повинні розпочинатись із визначення середньозваженої вартості капіталу, оскільки цей показник, по-перше, показує ціну залучення власного і позикового капіталу і виявляє тенденції до її до збільшення чи зменшення, по-друге, він необхідний в подальших розрахунках вартості підприємства.

Важливим питанням при проведенні попередніх процедур фінансової діагностики є вибір джерел інформації. Саме тут у потенційних покупців є набагато менший вибір різних джерел, ніж у продавців майна, тому оцінка вартості майна буде відбуватись на основі обмеженого кола інформаційних ресурсів, зокрема фінансовій та статистичній звітності підприємства, власних досліджень ринку.



Рисунок 2. Структурно-логічна схема визначення оцінки вартості підприємства

Методика розрахунку середньозваженої вартості капіталу наведена в таблиці 1 з використанням загальновідомої формули [4]:

$$WACC = K_{вк} \frac{BK}{K} + K_{пк} \frac{ПК}{K}, \text{ де}$$

$K_{вк}$ – очікувана ставка вартості власного капіталу; $K_{пк}$ – очікувана ставка вартості позичкового капіталу; K – сума капіталу підприємства; BK – сума власного капіталу; $ПК$ – сума позичкового капіталу.

Таблиця 1. Методика розрахунку середньозваженої вартості капіталу

Показники	Джерело інформації	Визначення ціни залучення капіталу, %
1. Статутний (зареєстрований) капітал	Ф.№1, р. 1400	1) суб'єктивний підхід: проценти за довгостроковими облігаціями або депозитними вкладками з урахуванням ризиків, характерних для підприємства; 2) відношення чистого прибутку на одну акцію до ринкової вартості акції.
2. Нерозподілений прибуток	Ф.№1, р. 1420	Рентабельність власного капіталу
3. Довгострокові кредити банків	Ф.№1, р. 1510	1) фактичні проценти за довгостроковими кредитами банків, якими користується підприємство; 2) середня ставка за довгостроковими банківськими кредитами для підприємств відповідного виду економічної діяльності;
4. Короткострокові кредити банків	Ф.№1, р. 1600	1) фактичні проценти за короткостроковими кредитами банків, якими користується підприємство; 2) середня ставка за короткостроковими банківськими кредитами для підприємств відповідного виду економічної діяльності;
5. Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	Ф.№1, р. 1615	1) фактичні проценти за комерційними кредитами, якими користується підприємство; 2) середня ставка за комерційними кредитами для підприємств відповідного виду економічної діяльності;

Джерело: складено авторами з використанням джерел [2, 4, 6]

У теорії оцінки вартості існують такі підходи, коли в розрахунок вартості загальної суми капіталу беруть тільки ті позиції власного і позикового капіталу, за якими можна визначити ціну залучення (нараховуються проценти за використання). За таких обставин до власного капіталу будуть належати вартість емісії простих і привілейованих акцій, реінвестованого прибутку, а до позикового – короткострокові та довгострокові банківські кредити, комерційні кредити та ін. Оскільки визначення ціни залучення капіталу в світовій практиці може базуватись на декількох альтернативних підходах, то доцільно обирати найбільш уживані і доступні з них, які є співрозмірними з інформаційною базою.

Другим етапом оцінки є визначення основних маркерів фінансового «здоров'я» підприємства, до яких відносяться діагностика платоспроможності, фінансової стійкості, банкрутства, визначення показника EVA. Методика проведення фінансової діагностики і розрахунок показника EVA наведена в таблиці 2.

Таблиця 2. Методика розрахунку основних показників для проведення фінансової діагностики на підприємстві

Показники	Алгоритм розрахунку	Джерело інформації	Нормативно достатнє значення показника
Показники ліквідності і платоспроможності:			
- коефіцієнт абсолютної ліквідності (платоспроможність)	Відношення суми грошових коштів і короткострокових цінних паперів до поточних зобов'язань	Ф.№1, (р.1165 + р.1160) : р.1695	Більше 0,2
-проміжний коефіцієнт покриття балансу (коефіцієнт швидкої ліквідності)	Відношення суми грошових коштів, короткострокових цінних паперів, дебіторської заборгованості, інших оборотних активів до поточних зобов'язань	Ф.№1,(р.1125+ р.1165)] : р.1695	Більше 0,6-0,8
-коефіцієнт покриття балансу (коефіцієнт поточної ліквідності)	Відношення суми оборотних активів до поточних зобов'язань	Ф.№1, р.1195 : р.1695	Більше 1
- загальний коефіцієнт ліквідності	Відношення суми усіх активів до поточних зобов'язань	Ф.№1, р.1300 : р.1695	Більше 2-2,5
Показники фінансової незалежності підприємства			
- коефіцієнт співвідношення позичених і власних коштів	Відношення суми зобов'язань по залученим і позиченим коштам до суми власних коштів	Ф.№1, (р.1595 + р.1695+ +р.1700) : р.1495	Менше 1
- коефіцієнт автономії	Відношення суми власних коштів до підсумку по балансу	Ф.№1, р.1495 : р.1300 (1900)	Більше 0,5
- коефіцієнт маневреності власних коштів	Відношення суми власних оборотних коштів до суми власних коштів	Ф.№1, (р.1195 – р.1695) : р.1495	Якомога більший
Розрахунок економічної доданої вартості			
Показник EVA	Різниця між чистим операційним прибутком після сплати податків і інвестованим капіталом, помноженим на середньозважені витрати на капітал (WACC)	Ф№3, р.3195 – ф.№1, (р.1400+р.1420+р.1510+ +р.1600+р.1615)×WACC	Додатний з тенденцією до зростання
Діагностика банкрутства			
Маркери діагностики банкрутства	1.Алгоритм оцінки задовільності структури балансу підприємства. 2. Розрахунок моделей банкрутства: Альтмана, Ліса, Спрінгейта, Таффлера, О.Терещенка (для різних видів економічної діяльності), універсальна дискримінантна функція, дискримінантна функція із шістьма невідомими Міністерства фінансів для вітчизняних підприємств. 3. Оцінка ймовірності загрози банкрутства за допомогою коефіцієнта фінансування важколіквідних активів.		Рішення про ймовірність загрози банкрутства приймається у випадку свідчення про це переважної більшості маркерів

Джерело: складено авторами

Такий підготовчий етап дає можливість визначити не тільки фінансовий стан підприємства, а і дозволяє спрогнозувати його поведінку в майбутньому. Особливу роль в цьому дослідженні відіграє показник економічної доданої вартості, оскільки він показує обсяг Cash-flow, доступних на теперішній час і прогнозує їх зростання в майбутньому, тобто слугує індикатором для топ-менеджерів підприємства і учасників формування капіталу компанії про можливість сукупного зростання вартості компанії[1].

Звісно, в таблиці наводяться тільки основні показники проведення фінансової діагностики, але на практиці, для повноти аналізу, коло відповідних абсолютних і відносних показників необхідно розширювати.

Третій етап. Після процедури діагностики платоспроможності, фінансової незалежності, розрахунку показника економічної доданої вартості фінансовий менеджмент з'ясовує рівень фінансових можливостей підприємства (потенціал та спроможність). Висновок в подальшому може суттєво скоригувати рішення стосовно оцінки вартості підприємства.

Четвертий етап. Безпосередньо проводиться оцінка вартості підприємства за усіма можливими методами (дохідним, майновим, ринковим), якщо для розрахунків достатньо зібраної фінансової інформації. Оцінку слід проводити за усіма методами, оскільки оцінювачам майна, як покупцям, так і продавцям, необхідно якомога точніше визначити вартість майна. Дохідний підхід характеризується двома методами: дисконтування грошових потоків (табл.3) та розрахунок капіталізованої вартості доходів(табл.4).

Таблиця 3. Методика оцінки вартості підприємства методом дисконтування грошових потоків

Показники	Базовий рік (факт)	Прогнозні показники					Постпрогнозний період
		1 рік	2 рік	3 рік	4 рік	5 рік	
1.Операційний Cash-flow, тис.грн	Ф№3, р.3195	план	план	план	план	план	Дані останнього планового року
2.Інвестиційний Cash-flow, тис.грн	Ф№3, р.3295	план	план	план	план	план	-//-
3. Free Cash-flow, тис.грн	п.1+п.2	п.1+п.2	п.1+п.2	п.1+п.2	п.1+п.2	п.1+п.2	-//-
4.Залишкова вартість підприємства, тис.грн	×	×	×	×	×	×	Дані Free Cash-flow постпрогнозного періоду × WACC
5.Ставка дисконтування (WACC), %	Розрахована по факту	план	план	план	план	план	Дані останнього планового року
6.Коефіцієнт дисконтування	×	1/п.6	1/п.6	1/п.6	1/п.6	1/п.6	Дані останнього планового року
7. Теперішня вартість FCF (1–5 років) та залишкової вартості підприємства, тис.грн	×	п.3×п.6	п.3×п.6	п.3×п.6	п.3×п.6	п.3×п.6	п.4×п.6
8.Сумарна теперішня вартість CF, тис.грн		гр.3+гр.4+гр.5+гр.6+гр.7+гр.8					
9.Надлишкові активи (+)		Розрахована по факту					
10.Сума зобо-в'язань (-)		Ф.№1, р.1595+р.1695+р.1700					
11.Оцінка вартості підприємства за методом DCF		п.8 + п.9 - п.10					

Джерело: складено авторами з використанням[6]

Метод дисконтування грошових потоків (*Cash-flow*) прийнятний для оцінки власників майна, а не потенційних покупців, оскільки для методу необхідні прогнозні дані величини чистих грошових потоків підприємства в результаті операційної та інвестиційної діяльності в межах часового горизонту (в середньому до 5 років).

Іншим методом в дохідному підході оцінки вартості підприємства є метод капіталізованої вартості. Використовувати його слід в тому випадку, коли відсутні дані прогнозу Cash-flow, у підприємства є стабільні доходи або темпи їх зміни[6].

Таблиця 4. Методика оцінки вартості підприємства методом капіталізації доходу

Показники	Алгоритм розрахунку	Джерело інформації	Примітка
Вартість підприємства за методом капіталізації доходу (нетто-підхід)	Відношення очікуваних доходів підприємства, які підлягають капіталізації до ставки капіталізації	Ф.№2, р.2350: (Ф.№2, р.2350: Ф№1, р.1495)	За доходи беруть такі показники: прибуток до оподаткування, чистий прибуток, Free Cash- flow. Ставка капіталізації визначається як рентабельність власного капіталу.
Вартість підприємства за методом капіталізації доходу (брутто-підхід)	Визначається як різниця частки від ділення прибутку до сплати процентів на середньозважену вартість капіталу та суми позичкового капіталу	Ф.№2,р.2190:WACC- Ф№1,(р.1595+р.1695+р.1700)	WACC розраховується за методикою, наведеною в таблиці 1

Джерело: складено авторами з використанням[6]

Майновий (витратний) підхід оцінки вартості підприємства характеризується такими основними методами: витратним (оцінка за відновною вартістю активів), метод розрахунку чистих активів, метод ліквідаційної вартості (табл.5).

Таблиця 5. Методика оцінки вартості підприємства за витратним (майновим) підходом

Методи	Алгоритм розрахунку	Джерело інформації	Примітка
1. Оцінка за відновною вартістю	Різниця між реальною вартістю активів підприємства та ринковою ціною його зобов'язань	Ф№1, (р.1001-р.1002) +(р.1011-р.1012)-р.1500-р.1510-р.1515-р.1695-р.1700	Реальна вартість матеріальних і нематеріальних активів характеризується їх залишковою вартістю, що визначається як різниця між їх відновною (первісною) вартістю та проіндексованою сумою зносу
2. Метод розрахунку чистих активів	Різниця між активами і поточними зобов'язаннями	Ф№1, р.1300(1900)-р.1500-р.1510-р.1515-р.1695-р.1700	Позабалансові активи і зобов'язання при розрахунку чистих активів не враховуються
3. Метод ліквідаційної вартості	ліквідаційна вартість підприємства розраховується шляхом вирахування із скопикованої вартості всіх активів балансу суми поточних витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства, а також всіх зобов'язань.	За даними ліквідаційного балансу	Оцінка ліквідаційної вартості здійснюється у наступних випадках: компанія знаходиться в стані банкрутства, або є серйозні сумніви щодо її здатності залишатися діючим підприємством; вартість компанії при ліквідації може бути вище, ніж при продовженні діяльності.

Джерело: складено авторами з використанням[6]

В основі майнового підходу лежить теза про те, що вартість майна пов'язана з очікуванням майбутніх доходів чи вигід, а також не бажанні покупця заплатити за об'єкт більше, ніж мінімальна ціна аналога на ринку.

Ринковий підхід передбачає такі найуживаніші методи (табл.6): метод угод (метод зіставлення мультиплікаторів) метод ринку капіталів (метод аналогових продаж, порівняння продажів (транзакцій)); метод галузевих співвідношень (коефіцієнтів).

Основні джерела інформації з використанням цього підходу спираються на загальнодоступну, оприлюднену інформацію фондового ринку: матеріали фондових бірж та позабіржових торговельних систем, дані фінансової звітності підприємств-аналогів, а також інформація про попередні транзакції з корпоративними правами на той бізнес, який оцінюється [2,4,6,7].

Таблиця 6. Методика оцінки вартості підприємства за ринковим підходом

Методи	Алгоритм розрахунку	Примітка
1. Метод зіставлення мультиплікаторів	Вартість підприємства дорівнює добутку значення показника, що порівнюється на оцінюваному підприємстві на мультиплікатор (за даними підприємства-аналога)	Показником для порівняння на оцінюваному підприємстві може бути чиста виручка, чистий прибуток, cash-flow, власний капітал та ін. В ролі мультиплікатора найчастіше використовують такі показники: -відношення ціни (корпоративних прав чи підприємства) до чистої виручки від реалізації; -відношення ціни підприємства до операційного Cash-flow; -відношення ціни до чистого прибутку; -відношення ринкового курсу корпоративних прав до балансового.
2. Метод порівняння продажів (транзакцій)	1. Розраховують поправочні коефіцієнти чистої виручки, чистого прибутку, cash-flow, статутного капіталу та ін. як частки від ділення відповідного показника підприємства-аналога і підприємства, яке оцінюється. 2. Розраховують середнє арифметичне значення поправочного коефіцієнта за всіма показниками. 3. Ринкова вартість підприємства визначається діленням його власного капіталу на середньоарифметичне значення поправочного коефіцієнта	Базується на принципі заміщення і передбачає, що операції купівлі-продажу майна здійснюються за цінами, які були встановлені при купівлі-продажу аналогічних об'єктів.
3. Метод галузевих співвідношень (коефіцієнтів)	Вартість визначається на основі цінних показників та інших якісних (чи фінансових) співвідношень, відповідно до виду економічної діяльності	Базується на існуванні залежності між вартістю підприємства і основними показниками його діяльності. Так залежність встановлюється за результатами кореляційно-регресійного аналізу на базі статистичних даних про продажі підприємств різних видів економічної діяльності

Джерело: складено авторами з використанням[2,4,6,7,8]

П'ятий етап. Оскільки вартість підприємства за кожним методичним підходом (дохідним, витратним, ринковим) може відрізнятись, то фінансовому менеджеру необхідно визначити найбільш точний метод оцінки відповідно до зібраних первинних даних.

Перевагу, звісно, необхідно віддавати ринковому методу, оскільки він базується не тільки на внутрішніх показниках діяльності, але й на зовнішніх чинниках. Разом з тим, для більш точної оцінки необхідно розробити *узгоджений підхід*, який би об'єднав всі названі вище методи. Узгоджений підхід є синтезом трьох попередніх і він використовується для визначення кінцевого розміру вартості об'єкта оцінки на основі результатів, отриманих за допомогою різних підходів та методів оцінки.

Результатом застосування різних підходів оцінювання щодо одного й того ж самого об'єкта є одержання різних значень вартості. Остаточний висновок про вартість робиться за сукупністю одержаних результатів, які, як правило, повинні бути близькими. Істотні розбіжності вказують або на помилки в розрахунках, або на незбалансованість ринку. Кінцевий розмір вартості об'єкта, що оцінюється може визначатися двома способами: як середньоарифметична величина або математичним зважуванням (табл.7)[5, с.43].

Таблиця 7. Узгодження результатів оцінки вартості підприємства

Метод	Значення	Середнє значення по підходу	Середньоквадратичне відхилення	Відносне середньоквадратичне відхилення	Ваговий вклад підходу
Дохідний					
Розрахунок вартості підприємства: методом DCF	A	Середнє арифметичне, \bar{x}_1	$\sigma_1 = \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$	$\frac{\sigma_1}{\bar{x}_1}$	$\frac{1}{\frac{\sigma_1 / \bar{x}_1}{1} + \sum_{j=1}^n (\sigma_j / \bar{x}_j)}$
Оцінювання вартості на основі дисконтування економічної доданої вартості (EVA)	B				
Оцінювання вартості на основі методу капіталізації доходів: нетто	C				
Оцінювання вартості на основі методу капіталізації доходів: бруто	D				
Витратний					
Оцінювання вартості на основі методу чистих активів	E	Середнє арифметичне, \bar{x}_2	$\sigma_2 = \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$	$\frac{\sigma_2}{\bar{x}_2}$	$\frac{1}{\frac{\sigma_2 / \bar{x}_2}{1} + \sum_{j=1}^n (\sigma_j / \bar{x}_j)}$
Оцінювання вартості на основі методу відносною вартістю активів	F				
Оцінювання вартості на основі розрахунку ліквідаційної вартості	G				
Метод усередненої оцінки: Швейцарський метод нетто	H				
Метод усередненої оцінки: Швейцарський метод бруто	H				
Метод усередненої оцінки: Штутгартський метод нетто	I				
Метод усередненої оцінки: Штутгартський метод бруто	I				
Ринковий					
Метод зіставлення мультиплікаторів	J	Середнє арифметичне, \bar{x}_3	$\sigma_3 = \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_3)^2}$	$\frac{\sigma_3}{\bar{x}_3}$	$\frac{1}{\frac{\sigma_3 / \bar{x}_3}{1} + \sum_{j=1}^n (\sigma_j / \bar{x}_j)}$
Метод порівняння продажів	L				
Метод галузевих співвідношень (коефіцієнтів)	M				

Джерело: складено авторами

Розрахунок середньоарифметичної величини є найпростішим, але й найбільш неточним, оскільки він не враховує внутрішні та зовнішні фактори, що впливають на вартість об'єкта. На практиці, як правило, цим методом не користуються, натомість, вартість, зазвичай, визначається шляхом нормування та зважування кінцевих результатів оцінювання. Для цих цілей необхідно розрахувати середнє арифметичне x_1, x_2, x_3 для кожного підходу шляхом усереднення показників за методами; знайти середньоквадратичне відхилення за

кожним підходом $\sigma_1, \sigma_2, \sigma_3$ (де x_i – значення по кожному методу, $\bar{x}_{1(2,3)}$ значення усередненої оцінки по підході), визначити його відносне значення та встановити ваговий коефіцієнт підходу (де $\bar{x}_j, \sigma_j, j=1,2,3$ – для кожного підходу). Зважування показників допомагає уникнути значних похибок при їх узгодженні та встановити достовірність кожного підходу для цілей оцінки вартості бізнесу.

Узгодження результатів оцінки є об'єктивно необхідним процесом, який дозволяє визначити реальну вартість бізнесу для цілей вартісно-орієнтованого управління чи розрахувати вартісний інтервал, в межах якого можливо встановити ціну купівлі–продажу з позицій здорового глузду та відповідно до принципів оцінки.

Висновки. Вартісно-орієнтоване управління фінансами є об'єктивно необхідним процесом планування та організації діяльності сучасних суб'єктів підприємництва з врахуванням потреб стейкхолдерів. Нерозвиненість фінансового ринку, недосконалість інформаційної та аналітичної бази створює значні перешкоди для впровадження цієї концепції у господарську практику в Україні. Наявні методики розрахунку вартості, що використовуються більшістю провідних корпорацій світу, при їх використанні повинні мати приблизно однакові показники оцінки за всіма підходами, але в умовах української економіки вони мають значні розбіжності, що зумовлює необхідність впровадження системи узгодження результатів оцінки. Якість фінансового менеджменту, заснованого на вартісно-орієнтованому підході, для вітчизняного бізнес-середовища можлива за умови використання узгодженого підходу, що, в свою чергу, створює передумови до об'єктивного задоволення всіх учасників господарського процесу відповідно до наявного фінансово-економічного потенціалу.

Список використаних джерел

1. Глотова Д.В. *Інтеграція вартісно-орієнтованих показників у систему управління підприємством*/Д.В.Глотова // *Вісник Приазовського державного технічного університету. Серія: Економічні науки. Вип.25, 2013. – С 33-40.*
2. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов* / А.Дамодаран; пер. с англ. – 6-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2010.-1338с.
3. Довгань Л.П. *Фінансовий аспект вартісної оцінки підприємства*/Л.П.Довгань, Л.О.Першко// *Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально-економічної реальності: матер.міжнародн.наук-практ. конференції, 25 березня 2016 р./ НУДПСУ.- Ірпінь: Видавництво НУДПСУ, 2016. – С.65-68.*
4. Коупленд Т. *Стоимость компании: оценка и управление*/Т.Коупленд, Т.Коллер,Дж. Муррин. – 3-е изд., перераб. и доп.: пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576с.
5. *Оцінка бізнесу та нерухомості: навч. пос. / за заг. ред. проф. В.П. Кучеренко; уклад.: Я.П. Квач, Н.В. Сментина, В.О. Улибіна, А.В. Андрейченко. – 2-ге видання. – Одеса: Асторопринт, 2013. – 235 с.*
6. Терещенко О. О. *Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб/О.О.Терещенко. – К.: КНЕУ, 2006. – 650с.*
7. Lee Ch. *Accounting-based Valuation: Impact on Business Practice and Research* / Ch. Lee // *Accounting Horizons. – 1999. – № 4. – P. 413–425.*
8. Morin R. *Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth* / R. Morin, S. Jarrel. – McGraw-Hill. – 2001. – 382 p.

References

1. Glotova D. V. *Integratsiia vartisno-orientovanykh pokaznykiv u systemu upravlinnia pidpriemstvom [Integration of value-oriented indicators system up-tion of the enterprise]*// *Bulletin of Azov state technical University. Series: Economic science. Vol.25, 2013. – 33-40.*
2. Damodaran A. *Investytsyonnaia otsenka: instrumenty i metody otsenky liubykh aktivov [Investment valuation: Tools and techniques for assessment designer asset]. – 6th ed. – M.: Al'pina Pablisher, 2010.-1338с.*
3. Dovhan L.P., Pershko L.O. *Finansovyi aspekt vartisnoi otsinky pidpriemstva [Financial aspect of valuation of the company]* // *Theoretical and practical conceptualization of the development of financial-credit mechanisms in the new socio-economic reality: mater.Intern.Sciences-practical. conference, March 25, 2016/ NUDESU.- Irpen: You daunito NUDESU, 2016. – S. 65-68.*
4. Copeland T. Koller T., Murrin J. *Stoymost kompanyi: otsenka y upravlenye [The Value of companies: assessment and management]. – Moscow: ZAO «Olimp-Biznes», 2005. – 576с.*
5. *Otsinka biznesu ta nerukhomosti [Business valuation and real estate: textbook settlement] / for zag. editorship of Professor V. G. Kucher NPOs; comp.: J. P. Kwacha, N. In. Smyntyna, A.V. Ulybina And A.V. Andreichenko. – Odessa: Astroprint, 2013. – 235 p.*
6. Tereshchenko O.O. *Finansova diialnist sub'ektiv hospodariuvannia [Financial activities of business entities]: proc. manual/. – K.: KNEU, 2006. – 650с..*
7. Lee Ch. *Accounting-based Valuation: Impact on Business Practice and Research*// *Accounting Horizons. – 1999. – № 4. – P. 413–425*
8. Morin R., Jarrel S. *Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth. – McGraw-Hill. – 2001. – 382 p.*

ДАНИ ПРО АВТОРІВ

Довгань Людмила Петрівна, кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів

Університет державної фіскальної служби України,

вул. Університетська, 31, м. Ірпінь, Київська область, 08201, Україна

e-mail: l_dovgan@ukr.net

Сурженко Андрій Віталійович, економіст відділу планування та бюджетування департаменту економіки ТОВ «Комплекс Агромарс»

с.Гаврилівка, Вишгородський район, Київська обл, 07350

e-mail: andr298@mail.ru

ДАНИЕ ОБ АВТОРАХ

Довгань Людмила Петровна, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов

Университет государственной фискальной службы Украины,

ул. Университетская, 31, г. Ирпень, Киевская область, 08201, Украина

e-mail: l_dovgan@ukr.net

Сурженко Андрей Витальевич, экономист отдела планирования и бюджетирования департамента экономики ООО «Комплекс Агромарс»

с.Гавриловка, Вышгородский район, Киевская обл, 07350

e-mail: andr298@mail.ru

DATA ABOUT THE AUTHORS

Dovhan Liudmyla Petrivna, Candidate of Economic Sciences (Ph.D), Associate Professor at the Department of Finance

State Fiscal Service University of Ukraine,

Universytets'ka Str., 31, Irpin, Kyiv oblast', 08201, Ukraine

e-mail: l_dovgan@ukr.net

Surzhenko Andrii Vitaliiiovych, economist of the Planning and Budgeting Department of Economics LLC «Complex Agromars»

Havrylivka, Vyshhorod district, Kyiv region, 07350

e-mail: andr298@mail.ru

УДК: 330.354

МІСЦЕ ТЕХНОЛОГІЧНОЇ ПОЛІТИКИ У СИСТЕМІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ*

Дульська І.В.

Предмет дослідження - Найбільш ефективні пріоритети підтримки державою соціально-економічного розвитку через інструменти державних фінансів та шляхи активізації рівноправної співпраці держави та бізнесу при реалізації високотехнологічних та інноваційних проектів у секторах національної економіки.

Мета дослідження - Запропонувати найбільш ефективні та доцільні напрями, інструменти підтримки технологічного зростання в Україні через інструменти державних фінансів шляхом активізації співпраці бізнесу та держави.

Розробити напрями та інструменти фінансової підтримки, регуляторного та інституційного впливу держави з метою більш повного задіяння ринкових важелів активізації інвестування проектів впровадження високих технологій та дифузії інновацій в усі сектори національної економіки.

Використані методи системного аналізу, синтезу, аналогій.

Фінансова політика країни має забезпечити комплекс позитивних факторів покращення ринкової діяльності, технологічного зростання, інноваційної активності, товарної диверсифікації на міжнародних ринках. Фінансова система держави в рамках забезпечення сталого розвитку країни, крім функцій розподілу, перерозподілу, контролю і регулювання, виконує також і стимулювальну функцію для сприяння структурним змінам шляхом підтримки пріоритетів розвитку в рамках проведення технологічної політики через інструменти політик фінансово-кредитної, податкової (надання різних пільг і преференцій), освіти тощо.

Висновки. Україні за зразками ЄС необхідно переглянути систему пільг і стимулів за рахунок перерозподілу частини ВВП. Треба чітко виділити пріоритети розвитку і стимулювати їх, як це прийнято в змішаних розвинених ринкових економіках, де передбачена істотна участь держави у всіх економічних процесах.

* Розроблено в рамках науково-дослідної теми «Засади розвитку інноваційної системи України в європейському науково-технологічному просторі».