

ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

МОІСЕЄВ ВЯЧЕСЛАВ ВАДИМОВИЧ

УДК 658.15

ДИСЕРТАЦІЯ

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ ЗА УМОВ ОБМЕЖЕНИХ
ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ**

Спеціальність: 072 Фінанси, банківська справа та страхування

Галузь знань: 07 Управління та адміністрування

Подається на здобуття ступеня доктора філософії (PhD)

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ В. В. Моїсеєв

Науковий керівник: Іоргачова Марія Іванівна, кандидат економічних наук, доцент

Одеса – 2024

АНОТАЦІЯ

Моїсєєв В.В. Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» (07 «Управління та адміністрування»). – Одеський національний економічний університет Міністерства освіти і науки України, Одеса, 2024.

У дисертації поглиблено теоретико-методичні засади та розроблено науково-практичні рекомендації щодо управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

В межах теоретико-методичних засад управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів висвітлено етапи еволюції та проведено аналіз основних наукових підходів до визначення поняття «вартість компанії», що надало можливість поглибити економічну сутність вартості компанії. В дослідженні розширено визначення дефініції «вартість компанії», яка розглядається як складна система взаємовідносин як у середині компанії, так й з зовнішнім середовищем з приводу формування об'єктивної сукупної цінності компанії, яка відображає здатність компанії генерувати фінансові та нефінансові результати, ефективно використовувати фінансові ресурси та може бути розрахована та використана для досягнення довгострокового розвитку. Такий підхід до визначення вартості компанії дозволяє врахувати взаємозв'язок внутрішнього та зовнішнього середовища компанії, вплив ключових фінансових і нефінансових чинників, унікальність компанії, надає можливість комплексно підійти до процесу оцінки вартості компанії та надати науково-методичні рекомендації щодо оптимального управління вартістю компанії.

В роботі було визначено функції вартості компанії, а саме: інтеграція ключових фінансових показників з урахуванням нефінансових чинників;

відображення актуальної вартості компанії з урахуванням майбутніх перспектив розвитку; свідчення рівню ефективності управлінських рішень; показник стабільності та перспектив сталого розвитку компанії.

Узагальнено і проаналізовано основні методи оцінки вартості компанії: витратний, доходний, порівняльний та синтетичний. Запропоновано класифікацію науково-методичних підходів до оцінювання вартості компанії за ознакою призначення оцінки вартості, що надало можливість виявлення переваг та недоліків, а також надання рекомендацій щодо оптимального застосування кожного з методів оцінки вартості компанії у рамках даних підходів, зокрема тих, які найкраще підходять для визначення вартості компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

Сформовано системний підхід до управління фінансовими ресурсами, етапи якого включають: встановлення цілей управління фінансовими ресурсами; аналіз поточного стану фінансових ресурсів; розробку фінансової політики та стратегії компанії; створення методичного інструментарію для прийняття управлінських рішень щодо формування та раціонального використання фінансових ресурсів; розробку внутрішніх регламентів і нормативів; встановлення базових показників аналізу фінансових ресурсів; розробку ресурсних нормативів та інструментів для планування та прогнозування; впровадження системи контролю за фінансовими ресурсами; організацію управлінського обліку та фінансового моніторингу. Такий підхід дозволяє відстежувати ефективність використання фінансових інструментів та вплив управлінських рішень на ключові показники компанії для підвищення її вартості.

В межах дослідження практичних аспектів управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, проаналізовано тенденції розвитку та фінансовий стан компаній ІТ-індустрії України. Виявлено, що технологічний сектор залишається найбільшим серед експортних галузей України та є експортною галуззю, яка не споживає природних ресурсів і не вимагає великих

капіталовкладень, але внаслідок впливу зовнішніх факторів економічна діяльність в Україні для ІТ-компаній пов'язана з ризиками, які не є типовими для розвинених країн. З'ясовано, що ІТ-компанії України стикаються з викликами, які впливають на їх фінансову та операційну діяльність: основні фінансові показники, такі як рентабельність та ділова активність компаній, показали тенденцію до зниження у 2023 році. Обґрунтовано, що продовження тенденцій останніх років може спричинити тимчасову нестачу робочої сили, необхідної для здійснення щоденної операційної діяльності компаній.

Запропоновано алгоритм управління вартістю компанії, який полягає у застосуванні наступних етапів: встановлення мети управління вартістю компанії, аналіз галузі та фінансового стану компанії, вибір оптимальних підходів і методів оцінки вартості компанії, оцінка вартості компанії, виявлення ключових факторів впливу на вартість компанії, визначення напрямів підвищення вартості компанії та впровадження обраних напрямів підвищення вартості компанії.

Оцінено вартість ІТ-компаній з урахуванням обмежених фінансових ресурсів. Отримані результати оцінки за методом дисконтування грошових потоків показали низьку вартість компаній у зв'язку з великими ризиками продовження діяльності, високою середньозваженою вартістю капіталу та значним зниженням попиту на ІТ-послуги серед іноземних компаній, які є основними споживачами ІТ-послуг компаній, діяльність яких аналізувалась. Обґрунтовано, що занижені результати оцінки пов'язані з недосконалістю методу DCF в прогнозуванні майбутньої діяльності компаній та її довгострокових фінансових потоків при нестабільній економіці в умовах воєнного стану. Виявлено, що вартість ІТ-компаній за методом мультиплікаторів є набагато вищою, ніж на основі методу дисконтування грошових потоків, адже порівняльний аналіз дозволяє врахувати вплив попиту та пропозиції на вартість компанії, оскільки фактична ціна угоди враховує поточну ринкову ситуацію. Висвітлено, що метод порівняльного підходу призначений для аналізу в

коротко- та середньостроковій перспективі, але за допомогою порівняльного аналізу важко оцінити компанії, які були продані в нетипових умовах.

Удосконалено підхід до оцінювання вартості компаній з урахуванням чинників обмеження фінансових ресурсів, який доповнено додатковими етапами процесу оцінки: аналізом вартості капіталу компанії та вибором методів оцінки з урахуванням умов обмежених фінансових ресурсів, зокрема поєднанням методів доходного та порівняльного підходів для отримання об'єктивної оцінки вартості компаній, що дозволить врахувати такі фактори, як: ризик, інфляція, ринкова ситуація, фінансова стійкість, обмеження фінансових ресурсів та можливості економічного зростання компанії.

Обґрунтовано науково-методичні положення щодо визначення факторів впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів, які полягають у застосуванні аналізу чутливості, коефіцієнтів еластичності, структури фінансових ресурсів та методу дисконтування грошових потоків, що дозволяє врахувати найбільш впливові фактори формування вартості компанії. Застосовано аналіз чутливості, результати якого показали, що зміна середньозваженої вартості капіталу є одним з найбільш впливових факторів на оцінку вартості компаній. Визначено коефіцієнти еластичності та проведено ранжування за силою впливу на вартість ІТ-компаній, а саме: чистий дохід, собівартість, EBITDA (прибуток до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань), дебіторська заборгованість, зміни в оборотному капіталі, адміністративні витрати, кредиторська заборгованість, капітальні інвестиції.

В межах дослідження напрямів удосконалення управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів запропоновано науково-методичний підхід щодо оптимізації структури фінансових ресурсів, який враховує рівень доступності внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування, базується на визначенні вартості залучення капіталу, впливу структури капіталу на фінансову стійкість компанії,

визначенні напрямів підвищення інвестиційної привабливості компанії та дозволяє підвищити вартість компанії.

Розроблено науково-методичні рекомендації щодо оптимізації структури капіталу ІТ-компаній на основі критерію мінімізації його вартості, що передбачає попередню оцінку можливих обсягів залучення власного та позикового капіталу на основі розрахунку варіантів середньозваженої вартості капіталу для вибору його оптимальної структури. Обґрунтовано, що цей підхід може бути поєднаний з методом оцінки дисконтування грошових потоків, який дозволяє розрахувати різні варіанти середньозваженої вартості капіталу на основі застосування аналізу чутливості, аналізу сценаріїв та коефіцієнтів еластичності, що дозволить підвищити вартість компанії.

Запропоновано напрями удосконалення управління грошовими потоками як ключового напрямку підвищення вартості компаній в умовах обмежених фінансових ресурсів на основі: застосування інвестиційних інструментів, що демонструють найвищий потенціал для підвищення вартості компанії; управління оборотними активами; використання інноваційних технологій для підвищення вартості компанії. Визначено, що впровадження інноваційних технологій дозволяє вдосконалити управлінські процеси, оптимізувати витрати та підвищити вартість компанії.

Ключові слова: вартість компанії, оцінка вартості компанії, методи оцінки вартості компанії, управління вартістю компанії, ІТ-компанії, аналіз фінансового стану, фінансові ресурси, обмежені фінансові ресурси, оптимізація фінансових ресурсів, інноваційні технології.

ABSTRACT

Moiseiev V.V. Management of company value under conditions of limited financial resources. – Qualifying scientific work on the rights of the manuscript.

Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy in the field of knowledge, specialty 072 "Finance, Banking and Insurance" (07 "Management and Administration").
– Odesa National University of Economics, Odesa, 2024.

The dissertation deepens the theoretical and methodological foundations and develops scientific and practical recommendations for managing company value under conditions of limited financial resources.

Within the theoretical and methodological foundations of managing company value under conditions of limited financial resources, the stages of evolution are outlined, and the main scientific approaches to defining the concept of “company value” are analyzed, which allowed for a deeper understanding of the economic essence of company value. The study expands the definition of “company value”, considering it as a complex system of relationships both within the company and with the external environment regarding the formation of the company’s objective aggregate value. This reflects the company’s ability to generate financial and non-financial results, effectively utilize financial resources, and can be calculated and used to achieve long-term development. This approach to defining company value allows for the consideration of the interconnection between the internal and external environment of the company, the influence of key financial and non-financial factors, and the company’s uniqueness. It enables a comprehensive approach to the process of company value assessment and provides scientific and methodological recommendations for optimal company value management.

The study identifies the functions of company value, namely: the integration of key financial indicators with consideration of non-financial factors; the reflection of the company’s current value while accounting for future development prospects; evidence of

the effectiveness of management decisions; and an indicator of the company's stability and sustainable development prospects.

The main methods of company value assessment – cost-based, income-based, market-based, and synthetic – are summarized and analyzed. A classification of scientific and methodological approaches to company value assessment based on the purpose of the valuation has been proposed, which made it possible to identify the advantages and disadvantages, as well as to provide recommendations for the optimal application of each method within these approaches, particularly those most suitable for determining company value under conditions of limited financial resources.

A systematic approach to managing financial resources has been developed, consisting of the following stages: setting financial resource management goals; analysis of the current state of financial resources; developing the company's financial policy and strategy; creating a methodological toolkit for managerial decision-making on the formation and rational use of financial resources; developing internal regulations and standards; establishing key financial resource analysis indicators; creating resource norms and tools for planning and forecasting; implementing a system for financial resource control; and organizing management accounting and financial monitoring. This approach allows for tracking the efficiency of financial instruments and the impact of managerial decisions on the company's key performance indicators to increase its value.

Within the study of practical aspects of company value management under conditions of limited financial resources, the development trends and financial state of companies in Ukraine's IT industry were analyzed. It was revealed that the technology sector remains the largest among Ukraine's export industries and is an export sector that does not consume natural resources and does not require significant capital investments. However, due to external factors, economic activities in Ukraine for IT companies are associated with risks that are not typical for developed countries. It was found that Ukrainian IT companies face challenges affecting their financial and operational activities: key financial indicators, such as profitability and business activity, showed a

declining trend in 2023. It was substantiated that the continuation of recent trends may lead to a temporary shortage of workforce needed for companies' daily operations.

An algorithm for managing company value was proposed, consisting of the following stages: setting the goal of managing company value, analyzing the industry and financial state of the company, selecting optimal approaches and methods for company valuation, assessing the company's value, identifying key factors affecting company value, determining directions for increasing company value, and implementing the selected value enhancement measures.

The value of IT companies was assessed under conditions of limited financial resources. The results obtained using the discounted cash flow (DCF) method showed low company valuations due to high risks of continued operations, a high weighted average cost of capital (WACC), and a significant decline in demand for IT services among foreign companies, which are the primary consumers of the IT services offered by the analyzed companies. It was substantiated that the underestimated valuation results are related to the DCF method's imperfections in forecasting companies' future activities and their long-term cash flows in an unstable economy under martial law. It was revealed that the valuation of IT companies using the multiples method is significantly higher than using the discounted cash flow method. This is because comparative analysis allows for the consideration of supply and demand factors on company value, as the actual transaction price reflects the current market situation. It was highlighted that the comparative approach is designed for short- and medium-term analysis, but it is difficult to evaluate companies sold under atypical conditions using this approach.

The approach to company valuation under conditions of limited financial resources was improved by supplementing the valuation process with additional stages: analyzing the company's cost of capital and selecting valuation methods suitable for conditions with limited financial resources. Specifically, this includes combining income-based and comparative approaches to achieve an objective company valuation, which allows for

consideration of factors such as risk, inflation, market conditions, financial stability, financial resource constraints, and a company's economic growth potential.

Scientific and methodological principles for determining factors influencing company value under conditions of limited financial resources were substantiated. These principles involve the use of sensitivity analysis, elasticity coefficients, the structure of financial resources, and the discounted cash flow method, enabling the identification of the most influential factors in company value formation. Sensitivity analysis was applied, with results showing that changes in the weighted average cost of capital (WACC) are among the most influential factors on company valuation. Elasticity coefficients were determined, and ranking was conducted based on their impact on the value of IT companies. The following were identified as the most impactful factors: net income, cost of goods sold, EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization), accounts receivable, changes in working capital, administrative expenses, accounts payable, and capital investments.

Within the study of improving company value management under conditions of limited financial resources, a scientific and methodological approach was proposed for optimizing the structure of financial resources. This approach considers the accessibility of internal and external sources of financing, is based on determining the cost of capital acquisition, the impact of capital structure on the company's financial stability, and identifying ways to enhance the company's investment attractiveness, thereby increasing its overall value.

Scientific and methodological recommendations were developed for optimizing the capital structure of IT companies based on the criterion of minimizing its cost. This involves a preliminary assessment of the potential volumes of equity and debt financing by calculating various scenarios of the weighted average cost of capital (WACC) to select its optimal structure. It was substantiated that this approach can be combined with the discounted cash flow (DCF) valuation method, which allows for the calculation of

different WACC scenarios through the application of sensitivity analysis, scenario analysis, and elasticity coefficients, enabling an increase in company value.

Directions for improving cash flow management have been proposed as a key approach to increasing company value under conditions of limited financial resources. These are based on: the application of investment tools that demonstrate the highest potential for increasing company value; working capital management; and the use of innovative technologies to enhance company value. It has been determined that the implementation of innovative technologies allows for the improvement of management processes, cost optimization, and an increase in company value.

Keywords: company value, company valuation, company valuation methods, company value management, IT companies, financial condition analysis, financial resources, limited financial resources, financial resource optimization, innovative technologies.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації

1.1. Публікації в наукових фахових виданнях України

1. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Вартість компанії: сутність та особливості визначення. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2023. № 1-2 (302-303). С. 120–127. DOI: <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2023-1-2-302-303-120-126> (0,62 д. а.). *Особистий внесок здобувача: досліджено сутність та особливості вартості компанії (0,57 д. а.); Іоргачова М. І. – визначено зовнішні фактори впливу на вартість компанії (0,05 д. а.)*
2. Моїсєєв В. В. Сучасні стратегії оптимізації фінансових ресурсів компаній. *Економічні горизонти*. 2024. № 2-3 (28). С. 249–258. DOI: [https://doi.org/10.31499/2616-5236.3\(28\).2024.310419](https://doi.org/10.31499/2616-5236.3(28).2024.310419) (0,63 д. а.)
3. Моїсєєв В. В. Аналіз сучасного фінансового стану ІТ-компаній як невід’ємна складова оцінки їх вартості. *Ефективна економіка*. 2024. № 10. DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2024.10.77> (0,92 д. а.)
4. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Визначення вартості компанії як індикатор ефективності корпоративного управління: основні підходи та методи. *Вісник Львівського торговельно-економічного університету. Економічні науки*. 2024. № 79. С. 72–78. DOI: <https://doi.org/10.32782/2522-1205-2024-79-09> (0,60 д. а.). *Особистий внесок здобувача: узагальнено існуючі підходи та методи визначення вартості компанії (0,50 д. а.); Іоргачова М. І. – досліджено вартість компанії як індикатор ефективності корпоративного управління компанією (0,10 д. а.)*
5. Моїсєєв В. В. Використання інноваційних технологій для максимізації вартості компанії. *Економіка та суспільство*. 2024. № 68. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-68-47> (0,96 д. а.)

1.2. Публікації у періодичних наукових виданнях країн Європейського Союзу

6. Moiseiev V., Iorgachova M. Specificities of using income approach methods for company valuation. *Modern Engineering and Innovative Technologies*. 2024. № 33 (02). P. 87–99. DOI: <https://doi.org/10.30890/2567-5273.2024-33-00-029> (0,89 д. а.). *Особистий внесок здобувача: висвітлено методи дисконтування грошових потоків, дисконтування дивідендів та скоригованої поточної вартості для оцінки вартості компанії (0,64 д. а.); Іоргачова М. І. – висвітлено метод капіталізації чистого доходу для оцінки вартості компанії (0,25 д. а.)*

2. Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

7. Моїсеєв В. В., Іорга С. М. Роль мультиплікаторного аналізу в системі методів оцінки вартості компанії. *Управління інноваційним процесом в Україні: розвиток співпраці* : збірник матеріалів VIII міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 18-20 червня 2020 р.). Львів: Національний університет «Львівська політехніка», 2020. С. 131–132. (0,12 д. а.). *Особистий внесок здобувача: визначено ключові етапи порівняльного аналізу та виділено типові мультиплікатори для оцінки вартості компанії (0,10 д. а.); Іорга С. М. – визначено роль порівняльного аналізу в системі підходів оцінки вартості компанії (0,02 д. а.)*

8. Моїсеєв В. В. Проблеми впровадження вартісно-орієнтованого управління на підприємствах України. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 21 жовтня 2021 р.). Одеса: ОНЕУ, 2021. С. 74–75. (0,14 д. а.)

9. Моїсеєв В. В. Управління витратами підприємств як інструмент підвищення ефективності їх діяльності. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної

конференції молодих вчених (м. Одеса, 20 жовтня 2022 р.). Одеса: ОНЕУ, 2022. С. 87–88. (0,14 д. а.)

10. Моїсєєв В. В. Вплив фінансової політики на вартість підприємства. *Сучасні інструменти корпоративними фінансами* : збірник матеріалів VII Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Київ, 15 листопада 2023 р.). Київ: КНЕУ, 2023. С. 206–208 (0,14 д. а.)

11. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Формування системи управління фінансовими ресурсами компанії в сучасних умовах фінансового ринку. *Наукові проблеми господарювання на макро-, мезо- та мікроекономічному рівнях* : збірник матеріалів міжнародної XXII науково-практичної конференції (м. Одеса, 25-26 квітня 2024 р.). Одеса: ОНЕУ, 2024. С. 103–105 (0,19 д. а.). *Особистий внесок здобувача: сформовано системний підхід до управління фінансовими ресурсами (0,15 д. а.); Іоргачова М. І. – визначено основні джерела формування власних та позикових фінансових ресурсів (0,04 д. а.)*

12. Моїсєєв В. В. Роль інвестиційної привабливості та міжнародного співробітництва в максимізації вартості ІТ-компаній. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 18 жовтня 2024 р.). Одеса: ОНЕУ, 2024. С. 342–344. (0,13 д. а.)

13. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Інноваційні інструменти управління вартістю компанії в умовах цифровізації економіки. *Education and science of today: Intersectoral issues and development of sciences* : collection of Scientific Papers «ΛΟΓΟΣ» VII International scientific and practical conference. (м. Cambridge, October 18, 2024). Cambridge: UKRLOGOS Group, 2024. С. 60–62 (0,20 д. а.). *Особистий внесок здобувача: досліджено вплив впровадження цифрових платформ на управління вартістю компанії (0,10 д. а.); Іоргачова М. І. – висвітлено роль аналізу великих даних як інструменту прийняття стратегічних рішень (0,10 д. а.)*

ЗМІСТ

ВСТУП.....	16
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ ЗА УМОВ ОБМЕЖЕНИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ.....	26
1.1. Економічна сутність та функції вартості компанії.....	26
1.2. Методичні засади до оцінювання вартості компанії.....	46
1.3. Фактор обмеженості фінансових ресурсів в управлінні вартістю компанії.....	74
Висновки до розділу 1.....	90
РОЗДІЛ 2. ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ ЗА УМОВ ОБМЕЖЕНИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ.....	94
2.1. Аналіз фінансового стану ІТ-компаній як невід’ємна складова управління їх вартістю.....	94
2.2. Оцінка вартості ІТ-компаній з урахуванням обмежених фінансових ресурсів....	119
2.3. Визначення факторів впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів.....	143
Висновки до розділу 2.....	155
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ ЗА УМОВ ОБМЕЖЕНИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ.....	158
3.1. Науково-методичні положення щодо оптимізації структури фінансових ресурсів компанії.....	158
3.2. Науково-методичні рекомендації щодо управління грошовими потоками в умовах обмежених фінансових ресурсів.....	176
3.3. Науково-практичні рекомендації щодо використання інноваційних технологій для підвищення вартості компанії.....	193
Висновки до розділу 3.....	212
ВИСНОВКИ.....	215
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	219
ДОДАТКИ.....	243

ВСТУП

Актуальність теми дисертаційного дослідження. В сучасних умовах непередбачуваності глобального економічного середовища питання управління вартістю за умов обмежених фінансових ресурсів набуває особливого значення для українських компаній, які стикаються з різноманітними викликами. Загострення військових дій у країні зумовлює потребу не лише в оперативному реагуванні на поточні виклики, а й у стратегічному плануванні, спрямованому на зменшення ризиків, що можуть загрожувати економічній безпеці компаній.

За останні десятиліття вартісно-орієнтований підхід до корпоративного управління отримав значну увагу як серед науковців, так і серед практиків у галузях фінансів, менеджменту та обліку. Основна концепція цього підходу полягає в управлінні фінансовими показниками компанії через оцінку, планування та контроль факторів, які визначають її вартість, а головною метою компанії є максимізація її вартості.

Результати оцінки вартості компанії є важливими як для її власників і керівників, так і для контрольно-ревізійних органів, представників банківських і страхових установ, а також потенційних інвесторів і акціонерів. Це необхідно не тільки для цілей злиття або поглинання, а й для того, щоб ідентифікувати джерела створення економічної вартості та здійснювати управління вартістю компанії. Однією з основних цілей стає підтримка стабільного рівня діяльності, а також розвиток компанії, що дозволяє враховувати інтереси всіх зацікавлених сторін і досягати індивідуальних цілей кожного учасника. Стабільне зростання компанії можливе завдяки нарощенню її вартості та реалізації матеріальних, екологічних і соціальних цілей.

Сьогодні все більше компаній, ухвалюючи управлінські рішення, орієнтуються на фактор створення вартості. Серед можливих варіантів перевага надається тому, який за рівних умов забезпечує найбільше зростання вартості

компанії. Управління вартістю компанії стає не лише засобом підтримання її стійкості та конкурентоспроможності, а й важливим інструментом досягнення довгострокових цілей бізнесу. Зростання актуальності управління вартістю обумовлене посиленням конкуренції між компаніями за інвестиційний капітал.

Фінансові ресурси є основою для підтримки операційної діяльності, інвестиційної активності та зростання вартості бізнесу. Конкурентне функціонування сучасних компаній відповідно до стратегії сталого розвитку потребує постійного вдосконалення системи менеджменту, зокрема управління фінансовими ресурсами. Недосконалий фінансовий менеджмент в компаніях може призводити до виникнення кризових явищ і втрати стратегічних орієнтирів у діяльності. Фінансові ресурси відіграють ключову роль у забезпеченні максимізації вартості компанії, оскільки дозволяють підтримувати бізнес-операції, інвестувати в майбутнє та розширювати ринкову присутність.

Турбулентне бізнес-середовище в Україні, сформоване під впливом таких зовнішніх факторів, як війна, наслідки пандемії, системна фінансова криза та міграція робочої сили, вимагає обачливого підходу до управління та оптимізації фінансових ресурсів компаній. Зростаюча конкуренція, нестабільність ринків та обмеженість фінансових ресурсів змушують компанії активно шукати ефективні підходи до оптимізації своїх капіталовкладень і розробки нових фінансових стратегій. З огляду на обмеженість ресурсів, компанії змушені знаходити баланс між поточними фінансовими потребами та інвестиціями в розвиток, що потребує особливої уваги до формування ефективної структури капіталу, зменшення фінансових ризиків і використання доступних фінансових інструментів. Досягнення максимальної вартості компанії за умов обмеженого фінансування потребує розробки спеціальних підходів до оптимізації структури капіталу, управління ризиками, а також впровадження інноваційних фінансових рішень і технологій.

Питаннями економічної сутності та функцій вартості компанії займалися науковці А. Воронін, О. Давидов, О. Замазій, М. Корягін, Н. Маєвська, Ю. Мискін, В. Новіков, Н. Яремко та інші. Розглядали питання підходів до оцінювання вартості компанії дослідники Н. Гордієнко, В. Задерей, В. Ковальчук, О. Лаговська, Г. Міокова, А. Сендерович, А. Сотніков, В. Хаустова та інші. Вагомий внесок до визначення фактору обмеженості фінансових ресурсів в управлінні вартістю компанії внесли О. Бондаренко, П. Гаврилко, Ю. Гайбура, Л. Гриценко, Л. Деркач, Т. Журавльова, О. Кравченко, М. Сипко та інші.

Питаннями оцінки вартості компанії з урахуванням обмежених фінансових ресурсів займалися Д. Горбачов, А. Дамодаран, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Кучеркова, М. Лейфура, А. Муріна, А. Раппапорт, Б. Стюарт та інші. Проблеми визначення факторів впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів аналізували науковці О. Бабій, О. Бугров, Бурбан, Н. Климаш, І. Кривов'язюк та інші.

Розвиток та проблеми оптимізації структури фінансових ресурсів досліджували науковці Я. Дропа, Д. Карпов, А. Ковалевська, М. Крупка, І. Лапіна, Р. Петрова, О. Полтініна, О. Строков, Л. Юрчишена та інші. Перспективи, розвиток та впровадження інноваційних технологій для підвищення вартості компанії досліджували А. Бойко, О. Захаркін, В. Маркуц, Л. Мельник, Д. Орехов, С. Пилипенко, О. Смагло, Л. Сокол та інші.

Попри значний прогрес в дослідженні управління фінансовими ресурсами та практик оцінки вартості компанії, залишається багато невирішених питань у сфері управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, а саме: комплексність у визначенні вартості компанії, складність вибору методу оцінки вартості компанії, труднощі визначення фактору обмеженості фінансових ресурсів, проблеми виявлення факторів впливу на вартість компанії, невирішене питання оптимізації структури фінансових ресурсів тощо.

У період стрімкого технологічного розвитку компанії отримують можливості впровадження інноваційних технологій, що є не тільки шансом для зростання, але й суттєвим викликом. Компанії, що не встигають адаптуватися до нових технологічних змін, можуть втратити конкурентні переваги та ринкову позицію. Інвестиції в інновації потребують стратегічного підходу та ретельного планування, щоб узгодити короткострокові витрати з довгостроковими перспективами розвитку. В епоху цифрових трансформацій, використання новітніх рішень, автоматизації та сучасних технологій сприяє покращенню операційної ефективності, оптимізації бізнес-процесів і підтримці конкурентоспроможності.

В сучасних умовах функціонування компаній, пов'язаних з військовими діями, наслідками пандемії коронавірусу, реформуванням податкової системи, регулярними законодавчими змінами, стрімкою девальвацією національної валюти, падінням ВВП та зниженням рівня платоспроможності всіх суб'єктів господарської діяльності, управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів стає ключовим питанням для українських компаній.

Все вищевикладене зумовило актуальність дослідження, визначивши його мету та завдання.

Мета і завдання дослідження. Метою роботи є поглиблення теоретичних основ, розроблення науково-методичних положень і практичних рекомендацій щодо управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

Для досягнення поставленої мети у дисертації сформульовано такі завдання:

- визначити економічну сутність, функції та етапи еволюції наукової думки щодо розуміння вартості компанії;
- висвітлити методичні засади до оцінювання вартості компанії;
- обґрунтувати фактор обмеженості фінансових ресурсів в управлінні вартістю компанії;
- проаналізувати фінансовий стан ІТ-компаній та визначити основні тенденції розвитку ІТ-галузі;

- оцінити вартість ІТ-компаній з урахуванням обмежених фінансових ресурсів;
- визначити фактори впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів;
- розробити науково-методичні положення щодо оптимізації структури фінансових ресурсів компанії;
- вдосконалити управління грошовими потоками компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів;
- надати науково-практичні рекомендації щодо використання інноваційних технологій для підвищення вартості компанії;

Об'єктом дослідження є процес управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

Предметом дослідження є комплекс теоретичних, методичних та науково-практичних аспектів управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

Методи дослідження. Методичною основою дослідження є загальнонаукові та спеціальні методи, які використано для отримання відповідних результатів: логічний, абстрагування, узагальнення та деталізації — з метою з'ясування економічної сутності, формування визначення вартості компанії та фінансових ресурсів компанії; узагальнення, групування і систематизації — для класифікації підходів до оцінювання вартості компанії; аналіз, синтез, індукція та дедукція — під час проведення аналізу фактору обмеженості фінансових ресурсів в управлінні вартістю компанії; історичний та статистичні методи — у процесі аналізу фінансового стану компаній як невід'ємної складової управління їх вартістю; економіко-математичного моделювання, зокрема, дисконтування грошових потоків, аналізу чутливості та коефіцієнтів еластичності — для розрахунку вартості компанії та визначення ключових факторів впливу на її вартість за умов обмежених фінансових ресурсів.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі й нормативні акти Верховної Ради України, Національного Банку України, наукові праці українських та закордонних вчених з проблем управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, матеріали науково-практичних конференцій, посібники, інформаційні ресурси мережі Інтернет, електронні бази даних, фінансова звітність ІТ-компаній, матеріали асоціації ІТ-України, статистичні дані Міністерства фінансів США та Федерального резервного банку США, звіти консультантів зі злиття та поглинання, матеріали міжнародних організацій, таких як Європейський центральний банк, Банк Міжнародних Розрахунків, Світовий банк, Міжнародна асоціація присяжних сертифікованих бухгалтерів, Міжнародна асоціація ринку капіталу, Міжнародний валютний фонд, та власні аналітичні розрахунки та моделі.

Наукова новизна отриманих результатів. Наукова новизна одержаних результатів полягає у розробленні нових теоретико-методичних та науково-практичних положень щодо управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

До найвагоміших наукових результатів дисертації, які становлять наукову новизну, належать:

удосконалено:

- підхід до оцінювання вартості компаній з урахуванням чинників обмеження фінансових ресурсів, який доповнено додатковими етапами процесу оцінки: аналізом вартості капіталу компанії та вибором методів оцінки з урахуванням умов обмежених фінансових ресурсів, зокрема поєднанням методів доходного та порівняльного підходів для отримання об'єктивної оцінки вартості компаній, що, на відміну від існуючих підходів, дозволить врахувати фактори: ризик, інфляцію, ринкову ситуацію, фінансову стійкість, обмеження фінансових ресурсів та можливості економічного зростання компанії;

- алгоритм управління вартістю компанії, який полягає у застосуванні наступних етапів: встановлення мети управління вартістю компанії, аналіз галузі та

фінансового стану компанії, вибір оптимальних підходів і методів оцінки вартості компанії, оцінка вартості компанії, виявлення ключових факторів впливу на вартість компанії, визначення напрямів підвищення вартості компанії та впровадження обраних напрямів підвищення вартості компанії. Такий алгоритм, на відміну від існуючих, дозволяє врахувати умови обмеженості фінансових ресурсів;

одержали подальший розвиток:

- понятійний апарат теорії фінансового менеджменту, а саме: запропоновано визначення дефініції «вартість компанії», як складної системи взаємовідносин як у середині компанії, так й з зовнішнім середовищем з приводу формування об'єктивної сукупної цінності компанії, яка відображає здатність компанії генерувати фінансові та нефінансові результати, ефективно використовувати фінансові ресурси та може бути розрахована та використана для досягнення довгострокового розвитку. Такий підхід розширює зміст даного поняття, дозволяє врахувати взаємозв'язок внутрішнього та зовнішнього середовища компанії, вплив ключових фінансових і нефінансових чинників, унікальність компанії, надає можливість комплексно підійти до процесу оцінки вартості компанії та надати науково-методичні рекомендації щодо оптимального управління вартістю компанії;

- класифікація науково-методичних підходів до оцінювання вартості компанії за ознакою призначення оцінки вартості, що надало можливість виявлення переваг та недоліків, а також надання рекомендацій щодо оптимального застосування кожного з методів оцінки вартості компанії у рамках даних підходів, зокрема тих, які найкраще підходять для визначення вартості компанії за умов обмежених фінансових ресурсів;

- системний підхід до управління фінансовими ресурсами, який дозволяє відстежувати ефективність використання фінансових інструментів та вплив управлінських рішень на ключові показники компанії для підвищення її вартості;

- науково-методичні положення щодо визначення факторів впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів, які полягають у застосуванні аналізу чутливості, коефіцієнтів еластичності, структури фінансових ресурсів та методу дисконтування грошових потоків, що дозволяє врахувати найбільш впливові фактори формування вартості компанії;
- науково-методичний підхід щодо оптимізації структури фінансових ресурсів, який враховує рівень доступності внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування, базується на визначенні вартості залучення капіталу, впливу структури капіталу на фінансову стійкість компанії, визначенні напрямів підвищення інвестиційної привабливості компанії та дозволяє підвищити вартість компанії;
- напрями управління грошовими потоками на основі застосування інноваційних технологій, що дозволить підвищити вартість компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Результати дисертаційної роботи використані відповідно до плану науково-дослідних робіт Одеського національного економічного університету в рамках теми науково-дослідної роботи кафедри фінансового менеджменту і фондового ринку: «Розвиток системи корпоративного фінансового управління в Україні» ДР № 0119U102056, в межах якої автором розкрито особливості складових елементів української моделі корпоративного управління (довідка № 01-17/1261 від 12 грудня 2024 р.).

Практичне значення отриманих результатів полягає у тому, що положення, висновки та рекомендації, сформульовані у роботі, мають практичне спрямування і можуть бути використанні для підвищення ефективності процесів управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів. Зокрема, основні положення і пропозиції пройшли апробацію та впроваджені в практичну діяльність суб'єктами господарювання, що підтверджено актами впровадження та довідками. А саме: при виконанні договору № 343-2023 на виконання науково-

дослідних робіт (2023 р.) теми «Механізм впровадження фінансового контролінгу як фактору ефективного розвитку підприємства» ДРН № 0123U102945, де запропоновано напрями вдосконалення управління фінансовими ресурсами підприємства, які ґрунтуються на фінансових інтересах власників та максимізації вартості підприємства (довідка № 01-17/1262 від 12 грудня 2024 р.).

Окремі положення дисертаційного дослідження були прийняті до впровадження:

ТДВ «Інтерхім», що надало можливість вдосконалити управлінські процеси, оптимізувати витрати та підвищити операційну ефективність через використання інноваційних технологій (довідка № 784А від 08 листопада 2024 р.)

ТОВ «ХВОП», що надало можливість оптимізувати структуру капіталу та покращити управління оборотним капіталом компанії (довідка № 47 від 6 грудня 2024 р.).

ФОП «Стрижак Д. Є.», що надало можливість вдосконалити процес оцінки вартості компанії на основі поглиблених автором підходів та методів оцінки в межах управління вартістю компанії (довідка № 1811/24 від 18 листопада 2024 р.).

Одержані автором результати наукових пошуків використовуються у навчальному процесі Одеського національного економічного університету при викладанні дисциплін «Ринок фінансових послуг», «Професійний фінансовий менеджмент», «Управління портфелем цінних паперів», «Проектне фінансування» (довідка № 01-17/1263 від 12 грудня 2024 р.).

Особистий внесок здобувача. Наукові результати, висновки й пропозиції, що містяться у дисертаційній роботі, обґрунтовані автором на підставі здійснення особистих досліджень. З наукової праці, опублікованої у співавторстві, у дисертаційній роботі використано лише ті положення та ідеї, які є результатом особистої роботи здобувача. Усі решта наукових праць автора досліджено та опубліковано одноосібно.

Апробація матеріалів дисертації. Основні положення роботи оприлюднено на: VIII Міжнародній науково-практичній конференції «Управління інноваційним процесом в Україні: розвиток співпраці» (м. Львів, 2020 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених «Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки» (м. Одеса, 2021 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених «Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки» (м. Одеса, 2022 р.); VII Всеукраїнській науково-практичній інтернет-конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами» (м. Київ, 2023 р.); XII Міжнародній науково-практичній конференції «Наукові проблеми господарювання на макро-, мезо- та мікроекономічному рівнях» (м. Одеса, 2024 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених «Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки» (м. Одеса, 2024 р.); VII Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених: «Education and science of today: Intersectoral issues and development of sciences» (м. Cambridge, 2024 р.).

Публікації. За результатами дисертаційного дослідження опубліковано 13 наукових праць (8 одноосібно), зокрема: 5 статей у наукових фахових виданнях, 1 стаття у міжнародному виданні та 7 публікацій апробаційного характеру в українських та міжнародних науково-практичних конференціях. Загальний обсяг публікацій складає 5,68 д. а., з них особисто автору належить 5,12 д. а.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, що містять дев'ять підрозділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Дисертацію викладено на 272 сторінках, з них 203 сторінки основного тексту. Робота включає 23 рисунки, 45 таблиць, 23 формули та 15 додатків (на 29 сторінках). Список використаних джерел налічує 215 найменувань (на 24 сторінках).

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ

1.1. Економічна сутність та функції вартості компанії

У сучасному світі оцінка вартості компанії є невід'ємною частиною господарської діяльності безлічі компаній. У результатах оціночної діяльності зацікавлені як самі власники і керівники організацій, так і контрольно-ревізійні органи, представники кредитних і страхових компаній, потенційні інвестори і акціонери. Головною метою компанії стає збереження відповідного фінансово-економічного рівня своєї діяльності, вдосконалення та розвиток, оскільки це дозволяє врахувати інтереси усіх зацікавлених груп та реалізувати індивідуальні цілі кожного суб'єкта. Сталий розвиток компанії досягається при нарощуванні вартості компанії завдяки досягненню матеріальних, екологічних та соціальних цілей.

Динаміка середовища, в якому функціонує компанія в умовах постійної невизначеності, призводить до обмеження фінансових ресурсів, які може залучити компанія, та ускладнює процес оцінки ефективності її діяльності, що знижує адекватність використання традиційних показників для оцінювання результатів діяльності господарських суб'єктів. У сучасних реаліях вартість компанії стає ключовим показником, що відображає результати її діяльності, а швидкість приросту вартості – найважливішим індикатором ефективності управління.

Доцільно відзначити існування значної кількості різних суб'єктів, яким необхідна інформація щодо величини вартості компанії. Кожен суб'єкт має свою ціль, для кожного з них вартість компанії розглядається під різним кутом. Найбільше значення в оцінці вартості для кредиторів має фінансова дієздатність компанії, тоді як для власників найважливіше значення має коло різноманітних опцій розпорядження власністю компанії, починаючи з можливості угоди щодо

злиття з іншою компанією, закінчуючи встановленням розміру готівкових коштів, які будуть одержані при ліквідації компанії.

Процес управління вартістю компанії вимагає детального аналізу поняття «вартість», яке розвивалося під впливом різних економічних теорій. Дане поняття еволюціонувало в рамках різних економічних шкіл, тому його можна розглядати, включаючи наступні інтерпретації вартості компанії (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Етапи еволюції економічної сутності вартості компанії

Період	Економічна теорія	Науковці	Інтерпретація вартості компанії
XVIII – початок XIX ст.	Трудова теорія вартості	А. Сміт, В. Петі, Д. Рікардо, К. Маркс	Вартість компанії залежить від сукупних витрат праці, вкладених у створення її активів.
Початок XIX ст.	Теорія факторів виробництва	Д. Кларк, Ж. Б. Сей	Вартість компанії пояснюється результатами функціонування основних факторів: капіталу, праці та землі.
Кінець XIX ст.	Витратна теорія вартості	Д. Мак-Куллох, Д. Ст. Міль	Вартість компанії пов’язується з витратами на виробництво її активів.
Кінець XIX – початок XX ст.	Теорія граничної корисності	К. Менгер, Е. Бем-Баверк, Ф. фон Візер	Вартість компанії визначається як ціна, що формується на основі корисності активів компанії.
Кінець XIX – початок XX ст.	Теорія попиту та пропозиції	Д. Кейнс, А. Маршал	Вартість компанії є наслідком взаємодії попиту та пропозиції на ринку, акцент на сфері обігу, а не виробництва.
Початок XX ст.	Теорія цінності	Т. Веблейн, Д. Комонс, Д. Гелбрейт.	Вартість компанії визначається як товар із цінністю, яка залежить від фінансових, ринкових та економічних факторів.
Середина XX ст.	Теорія вартості в умовах інформаційної економіки	Б. Лев, Л. Мельник, П. Друкер, Т. Стоуньєр, Ф. Махлуп	Вартість компанії розглядається через призму витрат, необхідних для створення активів в умовах інформаційного суспільства.
Кінець XX ст. – сучасність	Вартісно-орієнтоване управління	А. Раппапорт, Р. Каплан, Д. Стерн, Б. Стюарт, Т. Коупленд, Т. Коллер, А. Дамодаран.	Вартість компанії є інтегрованим економічним показником, що формується під впливом сукупності внутрішніх та зовнішніх факторів, та відображає здатність компанії створювати додаткову цінність для акціонерів, інвесторів та інших стейкхолдерів.

Джерело: складено автором на основі [1; 2; 15; 23]

У світовій практиці використовується безліч різноманітних підходів до визначення вартості компаній. Незважаючи на широке коло наукових напрацювань, питанням тлумачення вартості компанії приділяється недостатньо уваги, оскільки постійні зміни та рух у напрямку їх дослідження потребують подальшого вивчення та врахування сучасних чинників впливу на вартість компаній. На сьогоднішній день вченим-економістам не вдалося сформувати єдиний підхід до розуміння дефініції вартості компанії, який може бути покладений в основу сучасної теорії управління вартістю компанії (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Особливості визначення вартості компанії в контексті сучасних моделей управління вартістю компанії

Модель	Представники	Особливості визначення вартості компанії
Ціннісна модель	А. Раппапорт	Вартість компанії залежить від стратегічних рішень, спрямованих на максимізацію довгострокової цінності для акціонерів.
Модель доданої економічної вартості	Дж. Стерн, Б. Стюарт	Вартість компанії визначається здатністю створювати економічну додану вартість (EVA), що перевищує вартість капіталу.
Модель структурної перебудови	Т. Коупленд, Т. Келлер, Дж. Муррін	Вартість визначається через управління фінансовими та операційними аспектами, що підвищують прибутковість.
Модель Дамодарана	А. Дамодаран	Вартість компанії базується на прогнозованих грошових потоках та фінансових мультиплікаторах.
Теорія управління фінансовими ризиками	С. Майерс, Е. Альтман	Вартість компанії пов'язана з фінансовою стійкістю, структурою капіталу та управлінням ризиками банкрутства.
Модель балансу між ключовими параметрами генерації грошового потоку.	К. Уолш	Вартість компанії розглядається через збалансоване співвідношення фінансових коефіцієнтів, що забезпечують стабільність грошових потоків без дефіциту чи надлишку.
Модель балансової системи показників	Р. Каплан, Д. Нортон	Вартість компанії визначається через систему оціночних показників, що поєднує фінансові й нефінансові аспекти.
Модель ESG	CFA Institute, PRI, McKinsey	Вартість компанії враховує екологічні, соціальні та управлінські аспекти, що сприяють стійкості та репутації.

Джерело: складено автором на основі [17; 18; 33; 34; 35; 36; 37]

Проаналізувавши підходи дослідників із різних сфер, що займаються проблемами управління вартістю, було виділено наступні підходи до визначення поняття «вартість компанії» (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Наукові підходи до визначення поняття «вартість компанії»

Джерело: складено на основі [3, с. 124]

Ціновий підхід, полягає у тому, що вартість компанії розглядається як рівноважна ціна [4, с. 1203]. Термін «ціна компанії» зазвичай використовується у контексті операцій купівлі-продажу або обміну ресурсів компанії на інші активи, тоді як «вартість компанії» має ширший сенс [5, с. 101]. Ігнорувати взаємозв'язок між вартістю та ціною було б помилковим: ціна компанії може відхилятися від її фактичної вартості в залежності від інтересів як покупця, так і продавця. Вони

збігаються лише за умов функціонування ефективного ринку (згідно з теорією Ю. Фама), але сучасний рівень українського ринку облікової інформації є недостатнім для того, щоб даний підхід виступив основною для прийняття зважених управлінських рішень [6, с. 123].

Адитивний підхід передбачає розгляд вартості компанії як вартості всього майнового комплексу або суми вартостей її активів. Цей підхід базується на майновій складовій, хоча його не можна назвати виключно майновим. Прихильників цього підходу умовно можна розділити на дві групи:

1) ті, що розглядають вартість компанії як майнову вартість (вартість майнового комплексу) [7];

2) ті, хто акцентує увагу на вартості нематеріальних активів, поряд з майновими, які за останнє десятиріччя набули значної уваги в економічних системах і є важливим об'єктом бухгалтерського обліку [8].

Підходи, відомі як «майновий» або «балансовий», також є доречними для цього методу, оскільки баланс компанії виступає основним джерелом інформації для оцінки її вартості. Однак, сучасні дослідження свідчать, що баланс не надає повної та вичерпної інформації про загальну вартість активів компанії, особливо нематеріальних. Цей підхід також можна охарактеризувати як «адитивний» або «сумарний», оскільки вартість компанії визначається як сума всіх її активів. Водночас, важливо зазначити, що в умовах сучасної економіки, яка динамічно розвивається та все більше залежить від процесів глобалізації й постіндустріалізації, фактична вартість компанії відрізнятиметься від простої суми вартостей її матеріальних і нематеріальних активів [6, с. 123]. Недоліками даного підходу є відсутність впливу на вартість потенційної вигоди від володіння компанією, а також нівелювання взаємодії компанії із зовнішнім середовищем [5, с. 101].

Комплексний підхід розглядає вартість компанії як індикатор (величину, параметр чи критерій) її загальної ефективності. Основою для оцінки вартості

виступають показники, що відображають загальну продуктивність компанії, зокрема її прибутковість у різних сферах діяльності, прогнозовані перспективи розвитку, досягнення стратегічних цілей та зростання добробуту акціонерів [9]. Вартість компанії визначається як сукупна характеристика фінансових показників її діяльності та інтереси різних учасників ринкових відносин [10]. Однак обмежуватися лише показниками ефективності діяльності компанії є недоцільним, оскільки компанія функціонує у відкритому середовищі, взаємодіючи з іншими системами, обмінюючись матеріальними, нематеріальними та інформаційними ресурсами. Тому цей підхід можна охарактеризувати як комплексний підхід до оцінки ефективності, що точніше відображає реальну вартість компанії [6, с. 123].

Стратегічний підхід визначає вартість компанії через вартість очікуваних грошових потоків. Це так званий дохідний підхід, оскільки в його основі лежить здатність компанії генерувати доходи в майбутньому [11]. Адитивний підхід, на відміну від стратегічного, не враховує перспективи, оскільки здатність отримувати прибуток залежить як від внутрішніх факторів (таких як майновий стан компанії), так і від зовнішніх (наприклад, ризиків інвестування, інфляційних тенденцій, політичної ситуації та вартості ресурсів). Таким чином, стратегічний підхід стає гідною альтернативою. Однак, незважаючи на численні переваги стратегічного підходу, він не може повністю розкрити і обґрунтувати сутність поняття «вартість компанії», оскільки прогнозовані доходи часто мають ймовірнісний характер, що є особливо помітним у нестабільних умовах, таких як війна та загострення кризових процесів у національній і глобальній економіці [5, с. 101]. Враховуючи специфіку цього підходу, його можна називати «стратегічним» або «перспективним» [6, с. 123].

Ціннісний підхід трактує вартість компанії як грошовий еквівалент її економічної цінності. Цей підхід має певну схожість із комплексним підходом, орієнтованим на ефективність, адже економічна цінність компанії часто виявляється через її ефективність і вплив, як у соціальній, так і економічній площині

[12]. Ціннісний підхід можна також порівняти з ціновим, оскільки ціна є одним із проявів цінності компанії. Проте економічна цінність як категорія є досить гнучкою і підлягає різним інтерпретаціям, що може призвести до суттєвих відмінностей у її оцінці з боку потенційних інвесторів і власників [6, с. 124]. Узагальнюючи дослідження сутності цінності компанії, зазначимо дві основні її особливості: цінність компанії залежить від стейкхолдера, що її оцінює, та від відношення суб'єкта оцінки до компанії, цінність якої визначається [13, с. 127].

Зовнішній підхід передбачає, що вартість компанії – це складна система взаємовідносин компанії із зовнішнім середовищем. Даний підхід зосереджує увагу на взаємозв'язку вартості компанії із зовнішнім середовищем, тобто розглядає вартість через систему взаємовідносин із зовнішнім середовищем. Згідно з тлумаченням представників цього підходу, вартість компанії розглядається як критерій її розвитку та ефективного функціонування в умовах зовнішнього середовища. Очевидно, що вартість компанії в сьогоденних умовах є величиною, що завжди залежить від зовнішнього середовища та впливу великої кількості непередбачуваних змінних цього середовища [6, с. 124]. Однак головним недоліком підходу є його обмеженість, оскільки він зосереджений на зовнішніх факторах, при цьому ігноруючи внутрішні, які, як відомо, відіграють ключову роль у формуванні вартості компанії [14].

Проведений аналіз основних підходів до визначення вартості компанії надав можливість дійти наступних висновків:

- ототожнення вартості компанії з її ринковою ціною є недоцільним, оскільки це призводить до втрати об'єктивної основи такого оцінювання, що не дає змоги управлінцям визначити критерій, який дозволяв би формувати власне бачення щодо ефективності оцінки та управління вартістю компанії;

- недоцільно прирівнювати вартість компанії до її балансової вартості, яка визначається шляхом додавання капіталізованих витрат. Такий підхід призводить до надмірної консервативності при визначенні вартості компанії та має

суто ретроспективну орієнтацію, що не дає змоги врахувати всі поточні зміни ринкового середовища і взагалі не враховує будь-яких довгострокових і стратегічних подій, які пов'язані із цим середовищем;

- використання лише матеріальних критеріїв для оцінки вартості компанії є невиправданим, оскільки це ігнорує ефект нематеріальних активів, які відіграють дедалі більшу роль у формуванні вартості в сучасних умовах;

- традиційна фінансова звітність не забезпечує достатньої бази для оцінки вартості компанії в умовах глобальної економіки. Її необхідно доповнити нефінансовими показниками, які відображають чинники, що впливають на створення вартості, але не входять до стандартної бухгалтерської системи. Водночас важливо розробити систему прийняття управлінських рішень, яка б враховувала як фінансові, так і нефінансові показники [6, с. 125].

Ринкова оцінка без врахування інформації з системи бухгалтерського обліку не може повноцінно відобразити вартість компанії. Водночас, сучасна облікова система не здатна виступати окремим інструментом, який би надавав достатньо інформації для коректного визначення вартості компанії відповідно до потреб користувачів. Тому, для того, щоб оцінка вартості компанії відповідала вимогам управління вартістю компанії, її необхідно трансформувати з акцентом на ключові фактори, що впливають на формування вартості компанії.

Дослідження різних підходів до визначення поняття «вартість компанії» показало, що їх різноманітність не обумовлена їхньою недостовірністю або застарілістю в сучасних економічних умовах. Різні варіації цього поняття та численні авторські трактування виникають через те, що вартість компанії не є фіксованим фактом, а скоріше відображає суб'єктивну оцінку її цінності, понесених витрат або ринкової вартості на певний момент часу залежно від обраної методики.

Значна варіативність підходів до оцінки вартості компанії зумовлена такими факторами:

1) наявність різних суб'єктів, яким потрібна інформація про вартість компанії. Кожен з них має свої цілі: для власників важливо знати можливі варіанти розпорядження власністю і величину коштів, які можна отримати в разі ліквідації; для кредиторів головним є фінансова стійкість компанії; для біржових аналітиків — обґрунтованість котирування цінних паперів тощо;

2) оцінка вартості компанії, що базується на її унікальності як товару, орієнтується не лише на минулі витрати, пов'язані зі створенням і функціонуванням компанії, але й на прогнози щодо майбутнього (прогнозовані обсяги продажів, оборотність активів, рентабельність, капітальні вкладення тощо). Суб'єкти, які потребують інформацію про вартість, можуть мати різні погляди на ці прогнози;

3) кожен суб'єкт застосовує свою методологію оцінки, орієнтовану на конкретні потреби, для яких здійснюється оцінка. Відповідно, обрані методи мають максимально відображати вартість компанії в тому сенсі, який відповідає вимогам користувачів інформації [3, с. 125].

Проведене дослідження існуючих наукових підходів до визначення поняття «вартість компанії», їх переваги та недоліки, надало можливість виокреми основні функції, які повинна виконувати вартість компанії (рис. 1.2) та запропонувати власне визначення вартості компанії.

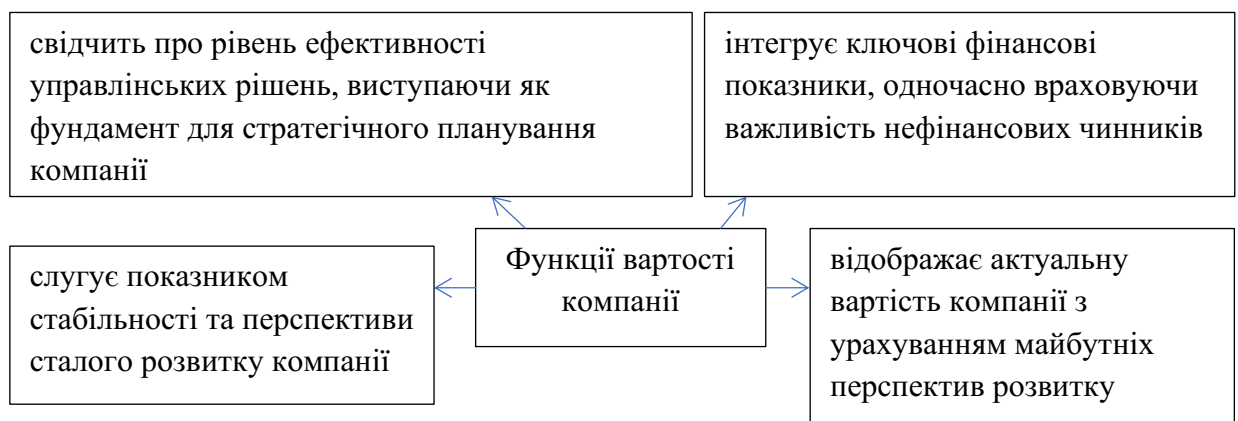


Рис 1.2. Функції, які виконує вартість компанії

Джерело: складено автором

Нами пропонується під вартістю компанії розуміти складну систему взаємовідносин як у середині компанії, так й з зовнішнім середовищем з приводу формування об'єктивної сукупної цінності компанії, яка відображає здатність компанії генерувати фінансові та нефінансові результати, ефективно використовувати фінансові ресурси та може бути розрахована та використана для досягнення довгострокового розвитку.

Дане визначення вартості компанії, на відміну від існуючих, дозволяє врахувати взаємозв'язок внутрішнього та зовнішнього середовища компанії, вплив ключових фінансових і нефінансових чинників, унікальність компанії, надає можливість комплексно підійти до процесу оцінки вартості компанії та надати науково-методичні рекомендації щодо оптимального управління вартістю компанії.

Реалізація вказаних функцій в контексті управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів вимагає використання новітніх підходів та відповідних моделей при визначенні вартості, що дозволить відокремити ключові фактори впливу та виявити шляхи оптимізації фінансових ресурсів. Вартість компанії охоплює як матеріальні, так і нематеріальні цінності, а зацікавлені сторони поділяються на внутрішніх і зовнішніх, прямих і непрямих вигодонабувачів, які водночас є об'єктами та суб'єктами процесу створення цінності [15].

Однією з нагальних проблем впровадження концепції вартісного управління в Україні є визначення розрахункової величини, яка би в інтегрованій формі відображала сукупну цінність компанії відповідно до обраного стратегічного критерію управління вартістю в умовах обмежених фінансових ресурсів. Отримана розрахункова величина слугує базою для моніторингу динаміки вартості, аналізу чинників її формування, розробки механізмів ухвалення управлінських рішень на різних рівнях, а також створення системи матеріального заохочення для менеджерів і працівників. Таким чином, орієнтація на відповідний підхід та метод визначення вартості компанії стає засадою розробки заходів з вартісно-орієнтованого управління. Однак, вибір основи вартісно-орієнтованого управління є складним

завданням через різноманіття моделей оцінки вартості компаній в межах різних підходів до її визначення [16]. Вартість компанії має певні переваги у порівнянні з традиційними критеріями оцінювання ефективності діяльності компанії (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика чистого прибутку та вартості компанії

Чистий прибуток	Вартість компанії
Мета використання показника:	
Використовується для оцінки управлінських рішень на етапі тактичного управління.	Використовується для оцінки управлінських рішень на етапі стратегічного управління. Компоненти даного показника (наприклад, економічний прибуток) дають змогу оцінити результати тактичного управління.
Розрахунок величини показника:	
Розрахункова величина, що формується відповідно обліковій політиці компанії.	Величину немає можливості штучно завищити або занижити, тому що розрахунок показника пов'язаний з рухом грошових коштів.
Особливості використання показника:	
Не дає змоги оцінити рівень платоспроможності компанії та його інвестиційну активність.	Надає можливість здійснити оцінку рівня платоспроможності компанії та його інвестиційної активності.
Врахування витрат:	
Враховує у розрахунках лише витрати, пов'язані з користуванням позикового капіталу.	Враховує у розрахунках витрати, пов'язані з використанням усіх джерел фінансування діяльності компанії.
Врахування ризиків:	
Не враховується діловий та фінансовий ризик, які є характерними для діяльності компанії.	Враховується діловий і фінансовий ризик, що характерні для діяльності компанії.

Джерело: складено автором

Можна зробити висновок, що показник вартості усуває певні недоліки, які властиві такому показнику, як чистий прибуток, та надає можливість враховувати більшу кількість факторів, що мають вплив на результат діяльності компанії.

Вартісно-орієнтоване управління є концепцією, спрямованою на покращення стратегічних та оперативних управлінських рішень на всіх рівнях і етапах організації, шляхом концентрації зусиль суб'єктів, що приймають рішення. Розвиток вартісно-орієнтованого підходу бере свій початок з роботи Е. Едвардса та Ф. Белла (1961 рік), у якій зроблено спробу інтегрувати майбутні доходи у

витратний підхід. Але початком сучасної концепції управління вартістю компанії можна визначити 1980-х роки. Її перше теоретичне обґрунтування належить А. Раппапорту. У своїх працях він аргументовано доводить необхідність спрямування зусиль менеджерів на збільшення вартості для інвесторів. Основна ідея його підходу полягає в оцінці ефективності інвестиційної та фінансової стратегій корпорації з урахуванням здатності створювати акціонерну вартість [17, с. 58]. Таким чином, А. Раппапорт вперше в економічній науці визначив основні принципи вартісно-орієнтованого управління компанією [18, с. 70-72]. Менеджери великих корпорацій все частіше використовують для оцінки поточної ефективності компаній в цілому та їх підрозділів вартісно-орієнтовані показники, які дозволяють оцінити ефективність діяльності компаній на основі економічного прибутку, Найбільш розповсюдженими з них є наступні моделі (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Характеристика основних показників доданої вартості компанії

Модель	Характеристика
Economic Value Added (EVA) – показник доданої економічної вартості	Оцінює інвестиційну активність компанії та показує, наскільки змінилася її вартість внаслідок управлінських рішень. Дас змогу зрозуміти, наскільки виправданим був ризик інвестицій у компанію порівняно з іншими альтернативними варіантами інвестування.
Market Value Added (MVA) – показник доданої ринкової вартості	Ця модель є продовженням економічної доданої вартості. Вона виражає співвідношення між ринковою вартістю акціонерного та позикового капіталу і вкладеними інвестиціями. Показує додаткову вигоду, яку компанія може отримати від ринку, окрім використання інвестицій.
Shareholder Value Added (SVA) – показник акціонерної доданої вартості	Задоволення очікувань акціонерів щодо зростання вартості бізнесу шляхом підвищення вартості акцій та отримання фінансової вигоди у вигляді дивідендів.
Cash Value Added (CVA) – показник доданої вартості потоку грошових коштів	Обчислення згенерованих грошових потоків як доходу від здійснених інвестицій, з урахуванням зміни вартості грошей у часі.

Джерело: складено автором на основі [20-21]

В умовах існування різних моделей доданої вартості актуалізуються питання обґрунтування вибору тієї чи іншої моделі для вартісно-орієнтованого управління компанією, встановлення рівня ефективності використання конкретної моделі в управлінні компанії на основі вартісного підходу.

Показник EVA є результатом досліджень, проведених консалтинговою компанією «Stern Stewart & Co» у 1980 рр., що була заснована Б. Стюартом, який визначає економічну додану вартість як різницю між чистою величиною операційного прибутку після оподаткування та витратами на залучення капіталу [22]. Досліджуючи показник економічної доданої вартості, варто зазначити, що він призначений для оцінки ефективності забезпечення норми прибутку для власників, акціонерів чи інвесторів. Це показник, який відображає ставку доходу на вкладений капітал, враховуючи ризики таких вкладень [23]. Ризик у такому випадку має бути виправданим отриманою рентабельністю. Якщо ж рентабельність є нижчою за прийнятний рівень, інвестиційна діяльність стає менш доцільною [24, с. 43]..

Єдиної методики розрахунку показника економічної доданої вартості (EVA) не існує. Цей показник має складну внутрішню структуру, основа якої полягає в тому, щоб показати, наскільки отриманий чистий прибуток покриває витрати на залучення капіталу [25]. У загальному та найбільш поширеному вигляді значення економічної доданої вартості розраховується як різниця між чистим операційним прибутком після сплати податків і вартістю власного та інвестованого капіталу, використаного для його отримання. Формула розрахунку показника EVA виглядає наступним чином [26]:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC \quad (1.1)$$

де *NOPAT* – чистий операційний прибуток без урахування податку на прибуток (Net Operating Profit After Tax);

WACC – середньозважена ставка витрат на капітал (Weighted Average Cost Of Capital);

IC – сума інвестованого капіталу (Invested Capital).

Застосування даної моделі зосереджене на підвищенні ринкової вартості компанії через оцінку управлінських рішень щодо ефективного використання капіталу. Вона сприяє зростанню прибутковості компанії шляхом покращення управління капіталом, а не лише через скорочення витрат на його використання. У порівнянні з грошовими потоками, EVA є реалістичнішим і деталізованішим, оскільки дозволяє оцінити не лише отриманий прибуток, але й ресурси, витрачені на його досягнення, їх ціну та структуру. За допомогою цього показника можна краще зрозуміти операційну ефективність компанії, оскільки він враховує всі грошові надходження та видатки [24, с. 43].

Однак недоліками EVA є потреба у значних аналітичних зусиллях з боку менеджменту, зокрема у визначенні складових елементів розрахунку. Також EVA не передбачає оцінку майбутньої діяльності компанії, фокусуючись лише на минулих подіях. Крім того, EVA охоплює вузьке коло підсистем бізнесу, переважно управлінську складову, і не враховує виконавчі структури, що призводить до неповного уявлення про функціонування бізнесу [27].

Послідовним розвитком моделі доданої економічної вартості є модель доданої ринкової вартості. Розробка моделі ринкової доданої вартості (MVA) стала результатом еволюції моделі економічної доданої вартості. Термін «MVA» був введений Б. Стюартом у 1999 році [28]. У сучасній науковій літературі MVA розглядається як важливий критерій створення ринкової вартості. Однак, існують різні підходи до його інтерпретації. Розрахунок MVA здійснюється за формулою [29, с. 177]:

$$MVA = MVD + MC - TC \quad (1.2)$$

де *MVD* – ринкова вартість боргу (Market Value Of Debt);

MC – ринкова капіталізація (Market Capitalization);

TC – сукупна величина капіталу (Total Capital).

З іншого боку, *MVA* розглядається як приріст лише власного капіталу компанії, де він визначається як різниця між ринковою та скоригованою величинами балансової вартості власного капіталу. Для досягнення економічного ефекту ринкова вартість активів повинна перевищувати їх балансову вартість, тому позитивне значення показника ринкової доданої вартості є необхідною умовою для зростання загальної вартості бізнесу [21, с. 94].

Попри свою цінність, модель *MVA* має кілька обмежень. По-перше, розрахунок *MVA* можливий тільки для компаній, акції яких торгуються на фондовому ринку, оскільки вони мають ринкові оцінки. По-друге, *MVA* можна визначити тільки для компанії в цілому, але не для окремих структурних підрозділів або інвестиційних проектів, оскільки для них не існує ринкових цін акцій. Одним із ключових викликів є те, що на ринкову капіталізацію впливають багато факторів, які менеджмент компанії не може контролювати. Більш того, оцінка ефективності за показником *MVA* може спричинити ухвалення рішень, спрямованих на короткострокове підвищення ринкової вартості акцій, що може негативно позначитися на довгостроковій стратегії створення вартості [20, с. 168].

Модель доданої вартості грошових потоків, також відома як модель залишкових грошових потоків (*CVA*), описує грошові потоки, що залишаються після інвестицій в компанію. Через це показник грошової доданої вартості іноді ототожнюють із поняттям залишкових грошових потоків.

У контексті управління, орієнтованого на зростання вартості, існують два основні методи для визначення *CVA*: підхід, запропонований Бостонською консалтинговою групою; та методологія, розроблена в 1996 році шведськими фінансовими експертами Ф. Вайссенрідером та Е. Оттоссоном [20, с. 169]. Обидва методи спрямовані на оцінку грошових потоків, що виникають в результаті

інвестиційного капіталу, з урахуванням витрат на його залучення та обслуговування. Однак ці методики мають значні відмінності. Модель Бостонської консалтингової групи пропонує власну формулу для розрахунку грошової доданої вартості [21, с. 94]:

$$CVA = CBI - NA \times WACC \quad (1.3)$$

де *CBI* – чистий грошовий потік до відсоткових платежів (Cash Flow Before Interest);

NA – чисті активи за первісно вартістю (Net Assets).

Метод розрахунку *CVA*, запропонований Ф. Вайссенрідером та Е. Оттоссоном [30], є одним із найскладніших способів визначення грошової доданої вартості. У межах цього підходу діяльність компанії розглядається як сукупність витрат і інвестицій, що забезпечують певний рівень прибутковості. Інвестиції при цьому поділяються на стратегічні та підтримуючі. Стратегічні інвестиції спрямовані на створення стійких грошових потоків, які сприяють зростанню вартості компанії. Підтримуючі або нестратегічні інвестиції, навпаки, виконують функції звичайних операційних витрат і не генерують довгострокових вигод, а лише підтримують вже створену вартість компанії. Грошова додана вартість у цьому підході визначається як різниця між фактичним операційним грошовим потоком та необхідним для підтримання діяльності компанії [30].

Розрахунок *CVA* дозволяє оцінити тенденцію зміни вартості компанії. Якщо $CVA > 0$, це свідчить про те, що компанія генерує достатньо коштів для забезпечення своєї поточної діяльності, що сприяє зростанню її вартості. У випадку, коли потрібний операційний грошовий потік перевищує фактичний, значення грошової доданої вартості стає від'ємним, що вказує на зниження вартості компанії. У такій ситуації спостерігається дефіцит грошового потоку, тобто його недостатність для покриття стратегічних інвестицій.

Модель SVA націлена на оцінку реального приросту акціонерного капіталу через безпосереднє вимірювання зміни вартості компанії з перспективи акціонерів. Автором показника акціонерної доданої вартості заведено вважати А. Раппапорта. У своїх роботах А. Раппапорт визначає акціонерну додану вартість як прирощення між показником вартості акціонерного капіталу після певної операції та показником вартості того ж капіталу до цієї операції. Зміна вартості власного капіталу, за словами А. Раппапорта, пов'язується як з операційними показниками компанії, так і з її інвестиційними рішеннями [18].

Розрахунок SVA виконується як сума приведеної вартості чистого грошового потоку та приросту приведеної вартості залишкової вартості за звітний період. Чистий грошовий потік за визначений період є різницею між чистим операційним прибутком та величиною інвестицій в позаоборотні активи й робочий капітал. Залишкова вартість розраховується як відношення чистого операційного прибутку до середньозважених витрат на капітал.

Альтернативна трактовка SVA полягає в тому, що акціонерна додана вартість визначається як різниця між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу та його балансовою вартістю. Для отримання ринкової вартості акціонерного капіталу використовуються популярні методи оцінки, такі як дисконтування грошових потоків. Результатом розрахунків за цим методом є вартість акціонерного капіталу, яку можуть створити майбутні інвестиції, за винятком балансової вартості акціонерного капіталу. Основним недоліком цієї моделі є трудомісткість розрахунків і складнощі, пов'язані з прогнозуванням грошових потоків [19].

Моделі доданої вартості помітно різняться одна від одної в аспектах методів оцінки підсумкових результатів діяльності компанії, витрат на їх досягнення, інформаційних джерел, які використовуються для розрахунків, а також в ступені врахування вигід стейкхолдерів компанії. Але всі стали фундаментом сучасного розуміння вартості компанії та дозволили визначити її функції.

Таким чином, трансформації концептів і моделей доданої вартості, спрямовані на створення набору цінностей для стейкхолдерів та їхню взаємодію, а також на прийняття цінностей, створених бізнес-мережею, спонукали до подальшого дослідження й розробки концептуальних моделей, які дозволять оцінити економічну ефективність діяльності компанії [31].

У 1995 році було запропоновано модель А. Дамодарана, яка базується на чотирьох ключових чинниках, що впливають на вартість компанії: грошові потоки, очікувані темпи зростання, тривалість періоду високого зростання грошових потоків і зміни у вартості активів, які залежать від операційного ризику, структури боргового фінансування чи умов кредитування. Особливу увагу приділено фактору тривалості зростання грошових потоків, оскільки він є показником реалізації конкурентної стратегії. Ця модель дозволяє враховувати як перспективи розвитку компанії, так і інтереси акціонерів, адже рентабельність інвестованого капіталу демонструє ефективність використання ресурсів і забезпечує прогноз майбутнього прибутку. Крім того, коефіцієнт реінвестування враховує частину прибутку, спрямовану на нові інвестиції, що підтримує подальше зростання [32].

У 1996 році К. Уолш розробив модель, спрямовану на встановлення балансу між основними параметрами генерації грошового потоку. Ця модель акцентує увагу на фундаментальних аспектах створення вартості через співвідношення обмеженої кількості фінансових показників. Зокрема, вона досліджує взаємозв'язок між співвідношенням оборотних активів і виручки, нерозподіленого прибутку і виручки, а також темпами зростання виручки [33].

У 2000 році, Г. Арнольд та М. Дейвіс зробили акцент на максимізацію вартості для акціонерів. Він передбачає п'ять кроків: підвищення рентабельності власного капіталу, інвестування в підрозділи з високим потенціалом створення вартості, скорочення фінансування менш ефективних напрямів, забезпечення стабільної конкурентної переваги та зниження ризиків бізнесу, що дозволяє зменшити необхідну норму доходності. Управління рентабельністю активів або

власного капіталу здійснюється через аналіз драйверів створення вартості, що утворюють своєрідне «дерево драйверів». Його побудова враховує унікальні особливості кожного бізнесу, що залежать від специфіки діяльності та умов конкретного ринку [34].

Варто зазначити, що з 1990-х років, поряд із збереженням уваги до фінансових моделей управління вартістю, відбувається активний розвиток інтегрованих підходів до управління вартістю компанії. У відповідь на критику методів управління ефективністю, що базуються виключно на фінансових показниках, була створена система збалансованих показників (Balanced Scorecard, BSC). Цей інструмент, розроблений Р. Капланом і Д. Нортеном у 1996 році, акцентує увагу на всебічному аналізі факторів вартості, забезпечуючи узгодженість між інтересами різних підрозділів і груп, таких як клієнти, персонал і бізнес-процеси [35].

Основна ідея BSC полягає у досягненні балансу між фінансовими і нефінансовими показниками. Розробники підкреслюють, що фінансові індикатори здебільшого спрямовують на прийняття короткострокових рішень, тоді як нефінансові заходи сприяють довгостроковій стійкості компанії. Ця модель надає можливість формувати комплекс показників, орієнтованих на зростання вартості, аналізувати внесок окремих працівників, відділів і бізнес-процесів, а також узгоджувати стратегічні цілі на основі функцій вартісно-орієнтованого управління. BSC передбачає деталізацію довгострокових стратегічних цілей (відображених у стратегічній карті) через тактичні завдання та критерії. У результаті формується система взаємозалежних показників за чотирма ключовими аспектами бізнесу: навчання і розвиток, бізнес-процеси, клієнти, фінансові показники. Цей підхід спрямований на всебічне управління, що враховує як поточні, так і майбутні перспективи компанії [36].

У 2008 році CFA Institute представило підхід до інтеграції критеріїв ESG (Environmental, Social, Governance), що мав на меті створити для інвесторів та

аналітиків надійні інструменти для ідентифікації ризиків та оцінки вартості компаній, доповнивши базову модель екологічними, соціальними та управлінськими чинниками. Модель CFA Institute пропонувала орієнтовний перелік ESG-питань, що варто враховувати з огляду на їх потенційний фінансовий вплив. У 2016 році було запропоновано різні методи аналізу для застосування в інвестиційних стратегіях, включаючи фундаментальні, кількісні, інтелектуальні бета-версії та пасивні інвестиції. У відповідь на глобальні тенденції, що охоплюють питання ESG та цифрової трансформації бізнесу, у 2020 році моделі оцінки вартості було переглянуто – традиційні аналітичні системи почали доповнювати компонентами, пов'язаними з оцінкою ESG і цифрових ініціатив [37].

Таким чином, можна визначити, що економічна сутність та функції компанії постійно удосконалюються, що необхідно для ефективного управління вартістю компанії. Відтак, вартість компанії відображає не тільки рівень її розвитку, але й слугує важливим інструментом, який формує ціннісні орієнтири для учасників ринкових відносин. У ринкових умовах вартість компанії відображає ефективність управління, виступаючи ключовою основою для прийняття управлінських рішень щодо її розвитку. З фінансової перспективи, вартість компанії найчастіше розглядається та визначається як поточна оцінка грошових потоків (доходів) та активів, які повертаються у кінці інвестиційного періоду. Сама компанія розглядається як сукупність довгострокових результатів, а отже, її вартість відображає не лише поточні показники, а й довгострокову перспективу, враховуючи очікувані зміни. Крім того, вона виконує функцію комплексного критерію для оцінки фактичного стану компанії на певний момент, враховуючи як фінансові показники (активи, зобов'язання, дохід, прибуток, рентабельність), так і нефінансові аспекти, такі як структура бізнес-процесів, рівень інновацій, кваліфікація співробітників, капіталізація нематеріальних активів, цифрові трансформації, а також оцінка ризиків і можливостей. Ці дані порівнюються із фінансовими та аналітичними показниками на основі стандартизованої звітності.

Зростання вартості компанії фактично підтверджує її поступальний розвиток, що забезпечує відтворення її підсистем, стабільне зростання та позитивний вплив від діяльності у трьох напрямках – економічному, екологічному та соціальному аспектах.

1.2. Методичні засади до оцінювання вартості компанії

Вартість компанії відіграє важливу роль в управлінні та є частиною комплексної оцінки ефективності управління компанією. Вона віддзеркалює ефективність рішень, прийнятих власниками та управлінським персоналом. Оцінка вартості компанії є одним з ключових аспектів корпоративного управління, оскільки дозволяє визначити рівень її конкурентоспроможності та успішності на ринку.

Вибір методу для оцінки вартості компанії в межах певного підходу залежить від конкретної мети: при визначенні ціни її продажу, реорганізації, злиття з іншою компанією, приватизації; при додатковій емісії акцій; затвердженні ефективних методів залучення капіталу; оцінки ефективності управління та інтелектуального капіталу компанії; вирішення заставних та податкових питань; у разі ліквідації. Це також впливає на визначення типу вартості, яку потрібно оцінити (ринкова, ліквідаційна, відновлювальна, інвестиційна або вартість у використанні). Всі ці фактори впливають на вибір відповідного підходу до оцінки вартості [38, с. 126].

Незважаючи на різноманіття світових методів оцінки вартості компанії, даний напрям залишається недостатньо методично відпрацьованим. Більшість підходів використовуються обмежено або не застосовуються взагалі, що призводить до здійснення неповної та невідповідної ринковим умовам оцінки капіталу [39, с. 48].

Існує безліч факторів, що впливають на формування вартості, які варіюються залежно від умов, що формують економічну цінність компанії. Кожен підхід

пропонує свої методи, які мають унікальні структурні особливості та методичні підходи до обчислень [40]. Відсутність єдиної універсальної системи оцінки, що могла б застосовуватись до всіх типів бізнесу і давати об'єктивну характеристику їх становища на ринку, стимулює розвиток методологічного та методичного інструментарію для оцінювання вартості компаній [41, с. 20]. Таке розширення інструментарію враховує невизначеності в прогнозованих економічних параметрах, особливості економічної діяльності кожної компанії, а також обмеження, властиві кожному з існуючих методів оцінки. Розвиток нових підходів стає відповіддю на виклики, які створюють такі недоліки, і сприяє поступовому підвищенню точності оцінювання [42, с. 45].

Показник вартості є універсальним і гнучким, оскільки дозволяє обирати різні його види залежно від цілей розрахунку, які, у свою чергу, визначаються інтересами стейкхолдерів компанії [43]. Кожна із цілей вимагає індивідуального підходу до визначення відповідного виду вартості: ринкова вартість використовується при передачі у спадок, даруванні, оподаткуванні, продажу компанії, його кредитуванні; ринкова вартість використовується при реорганізації компанії; інвестиційна вартість є пріоритетною для потенційних інвесторів; ліквідаційна вартість враховується при ліквідації активів; балансова вартість актуальна для операцій з основними та оборотними засобами [44].

Процес визначення та оцінювання вартості компанії супроводжується значними труднощами та недосконаlostями, що можуть впливати на точність його результатів. Удосконалення цього процесу відбувається завдяки численним підходам та відповідним методам, які широко розглянуті в економічній та фінансовій літературі [45]. Результати оцінки вартості компанії відрізняються залежно від використаних методів та підходів, а також від різних вихідних даних, застосованих у процесі аналізу. Кожен метод та підхід мають свої сильні й слабкі сторони, що обумовлює їх вибір залежно від специфіки компанії та умов, в яких

вона функціонує [47, с. 19]. Можна виділити наступні основні підходи та методи до оцінювання вартості компанії (рис 1.3).

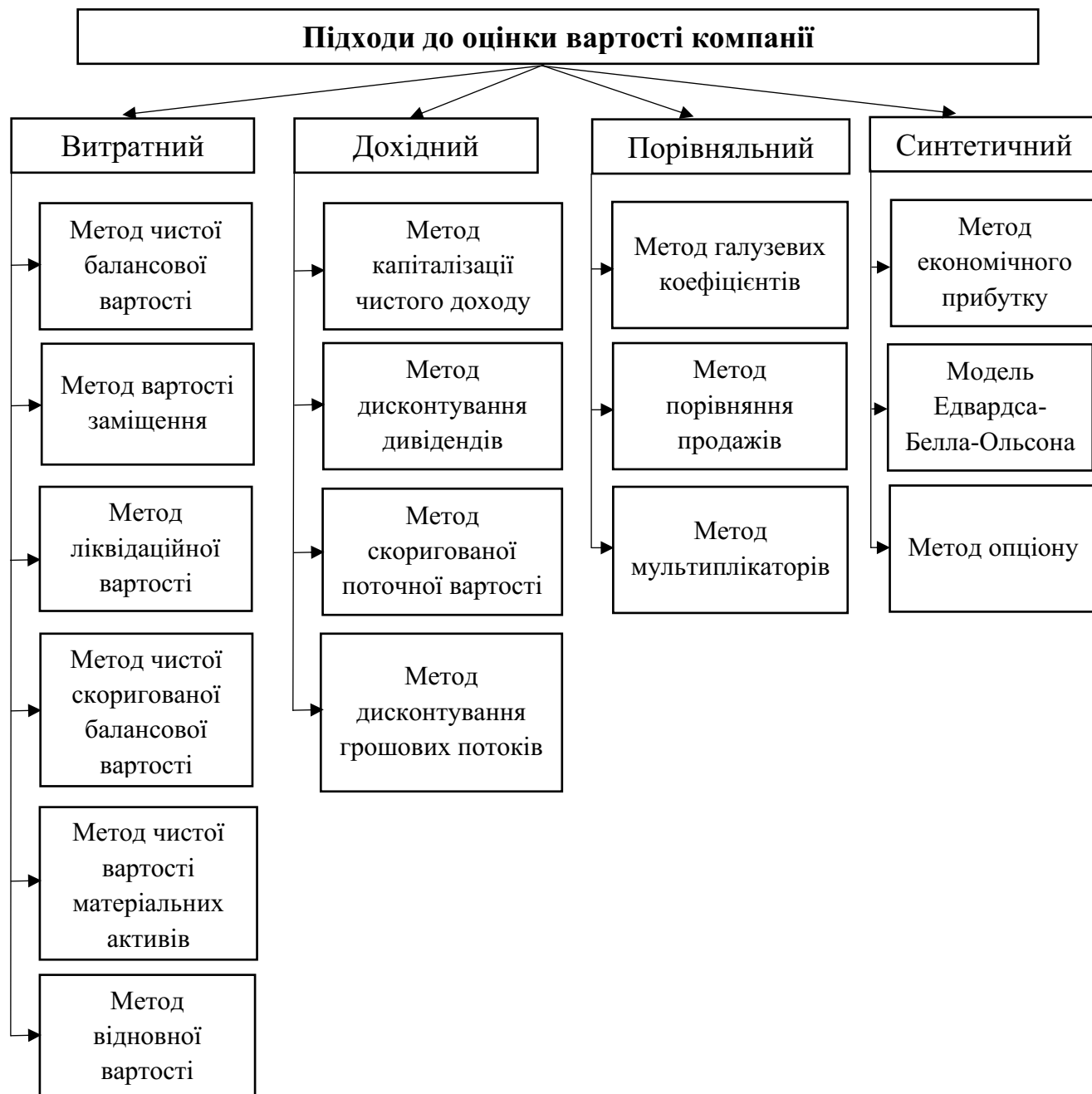


Рис. 1.3. Підходи та методи оцінки вартості компанії

Джерело: складено автором

Для обґрунтування вибору певного підходу до оцінки вартості компанії проводять порівняльний аналіз кожного підходу, вивчаючи їх сутність,

методологію, принципи, а також недоліки й переваги. Жоден із підходів не виключає інших; навпаки, їх поєднання дозволяє отримати детальнішу оцінку, оскільки різні методи й підходи можуть доповнювати один одного. У сучасних умовах виникають труднощі з застосуванням зазначених підходів через складність точного прогнозування, а також через брак достатніх інформаційних і вхідних даних. Тому на практиці оцінювач має орієнтуватися на порівняльний аналіз результатів, отриманих різними методами, щоб забезпечити комплексне рішення для виконання поставлених завдань, що потребує надійних інформаційних джерел [48, с. 211].

Витратний підхід до оцінки вартості компанії базується на використанні балансу як основного джерела даних. Проте, оскільки балансові дані на активи можуть змінюватися під впливом інфляції, коливань ринкових умов та обраних компанією методів обліку, їх вартість не завжди вірно відображається. У зв'язку з цим, ми вважаємо, що необхідно оцінювати вартість кожного елемента активів та пасивів окремо, а отримані значення підсумувати для отримання сукупної (справедливої) вартості компанії. Важливо враховувати особливості кожної категорії активів та зобов'язань під час такої оцінки.

Основні методи витратного (майнового) підходу до оцінювання вартості компанії наведені у таблиці 1.5:

Таблиця 1.5

Методи витратного підходу до оцінювання вартості компанії

Метод	Характеристика методу	Переваги	Недоліки
Метод чистої балансової вартості	Найпростіший метод оцінювання активів компанії. Щоб отримати чисту балансову вартість активів, від значення валюти балансу віднімають всі короткострокові та довгострокові зобов'язання компанії. У підсумку визначається вартість власного капіталу компанії, тобто значення чистої балансової вартості активів.	• Простий у застосуванні.	• Не відображає потенційних прибутків активів. • Результати оцінювання швидко стають недійсними в умовах інфляції. • Оцінювання активу може не відповідати його ринковій вартості за рахунок зносу.

Продовження табл. 1.5

Метод скоригованої балансової вартості	Більш удосконалений метод оцінювання компанії. Містить результат переоцінювання, який коригує залишкову вартість активів на фактор інфляції. При визначенні вартості компанії проводиться переоцінювання її активів з введенням отриманого результату в баланс: з боку активів – сума переоцінювання, з боку пасивів – резерв переоцінювання.	• Можна застосувати при високих темпах інфляції. • Адекватно відображає структуру активів відносно ринкових цін, що склалися на них.	• Не відображає потенційних прибутків. • Доволі складний, якщо дані обліку обмежені. • Найважливіші активи повинні бути переоцінені індивідуально на основі різних коефіцієнтів.
Метод відновної вартості	При використанні цього методу розраховують всі витрати, необхідні для створення точної копії оцінювальної фірми, що розглядаються як відновна вартість (на відміну від попереднього методу, цей метод враховує вартість нематеріальних активів, таких як авторські права, патенти, комп'ютерні програми і т. д.).	• Поточне ринкове оцінювання вартості витрат на відновлення компанії. • Облік вартості нематеріальних активів.	• Не відображає потенційного прибутку. • Не відображає максимальної корисності компанії в умовах застосування сучасного НТП.
Метод чистої вартості матеріальних активів	Передбачає коригування матеріальних активів на рівень інфляції.	• Дає реальну ринкову оцінку матеріальних активів. • Найбільш прийнятний для компаній з незначними нематеріальними активами.	• Не відображає потенційного прибутку. • Не прийнятий для оцінювання бізнесу компаній зі значними нематеріальними активами та інтелектуальною власністю.
Метод вартості заміщення	Оцінює компанію, виходячи з витрат на повне заміщення її активів при збереженні її господарського профілю. Метод орієнтований тільки на оцінку матеріальних активів і прийнятий для капіталомістких компаній.	• Поточне ринкове оцінювання вартості витрат на відновлення компанії.	• Не відображає потенційного прибутку. • Не відображає максимальної корисності компанії в умовах застосування сучасного НТП.
Метод ліквідаційної вартості	Використовується у випадку, коли фірма припиняє свої операції, розпродує активи і погашає свої зобов'язання. Метод дає найнижчу цифру оцінки і дає змогу визначити нижній рівень вартості бізнесу.	• Визначення ціни компанії та його активів при прискореній ліквідації.	• Не відображає потенційного прибутку. • Не дає найбільш оптимальної ринкової ціни.

Джерело: складено на основі [39; 50; 51; 52]

Метод чистої балансової вартості визначає вартість компанії як різницю між сумарною вартістю активів і зобов'язань, зазначених у балансі. Науковці вважають цей метод одним із найпростіших для використання, оскільки для розрахунку балансової вартості зазвичай достатньо інформації з фінансового балансу компанії, що не потребує додаткового збору даних. Метод чистої балансової вартості застосовується при проведенні операцій злиття та поглинання компаній, для формування базових показників під час складання передавального або розподільного балансу, а також для визначення співвідношення обміну корпоративних прав між сторонами [52, с. 1201]. Водночас метод має низку суттєвих недоліків, які обмежують його корисність і практичну доцільність. Балансова вартість відображає активи за їх історичною собівартістю та враховує лише минулі доходи компанії, не будучи індикатором майбутніх доходів. Крім того, балансова оцінка значною мірою залежить від бухгалтерських методів, які використовуються для оцінки активів. Вчені наголошують, що підхід, за яким вартість активів компанії дорівнює сумі витрат на їх придбання чи створення, є дещо неточним: активи в балансі не завжди відображають загальну вартість компанії. Таким чином, хоча метод балансової вартості є простим і легко застосовуваним, його корисність є обмеженою, оскільки він не здатний точно оцінити реальну вартість компанії [50, с. 415].

Метод скоригованої балансової вартості відрізняється від методу чистої балансової вартості врахуванням переоцінки, що коригує залишкову вартість активів з урахуванням інфляційних змін. При розрахунку вартості компанії її активи піддаються переоцінці, після чого результат цього процесу включається в баланс. Таким чином, визначається чиста скоригована балансова вартість, яка представляє собою суму власного капіталу компанії та резерву, створеного внаслідок переоцінювання [53, с. 179].

Метод відновної вартості (або прямого відтворення) розраховується на основі витрат, які власник понесе для відновлення компанії у її поточному стані,

враховуючи ринкові ціни та очікувану корисність. Він передбачає облік усіх витрат, необхідних для створення копії об'єкта оцінки. Зокрема, метод враховує альтернативні витрати покупця, такі як витрати на придбання аналогічних матеріалів, технологій, а також найм кваліфікованих працівників. Метод базується на показниках первісної та відновної вартості активів, дозволяє враховувати величину зносу та провести індексацію даних активів. Цей підхід часто застосовується під час оцінки майна для приватизації державних компаній і в ситуаціях, коли компанії працюють зі збитками [54, с. 55].

Метод чистих активів базується на обчисленні різниці між усіма активами компанії, включаючи як матеріальні, так і нематеріальні, та її короткостроковими і довгостроковими зобов'язаннями. Важливо зазначити, що поняття чистих активів і власного капіталу вважаються тотожними, оскільки величина власного капіталу в пасиві прямо визначає, які активи вважаються чистими. Однак в умовах інфляції балансова вартість активів часто не відповідає фактичній вартості активів. Тому вартість активів, за винятком монетарних статей, таких як грошові кошти та дебіторська заборгованість, коригується за допомогою коефіцієнта індексації. Також даний метод не враховує вартість доходів та грошових потоків, що робить його цінним лише у випадках, коли результати, отримані за допомогою методів доходного підходу, виявляються нижчими за вартість чистих активів. Ще одним із суттєвих недоліків даного методу є обмежена застосовність, тому що його використання для оцінки компаній у сферах торгівлі чи послуг є часто недоцільним. Наразі метод використовується менш активно через розвиток компаній, що займаються новими технологіями, чії активи переважно складаються з нематеріальних компонентів, що ускладнює їх точну оцінку. Метод чистих активів зазвичай використовується для оцінки компаній, що мають високу матеріаломісткість, соціально орієнтовану діяльність, новостворених компаній, або ж тих, що займаються випуском нової продукції, а також для аналізу кредитоспроможності компанії [55, с. 71].

Метод вартості заміщення базується на визначенні витрат, необхідних для створення нової компанії, яка має такий самий економічний профіль і функціональні характеристики, але з використанням сучасних технологій і стандартів. Цей метод розглядає витрати, потрібні для відтворення нового аналога об'єкта, який би виконував такі самі функції, але не обов'язково в точній відповідності з початковими параметрами. Вартість заміщення відображає поточну ціну створення або придбання об'єкта на дату оцінки. Проте обчислення реальної вартості заміщення деяких спеціалізованих матеріальних активів може бути складним, якщо вони не представлені на ринку. Так само швидке відновлення нематеріальних активів, таких як торгові марки, ділова репутація або клієнтські зв'язки, є досить обмеженим, оскільки вони мають складну природу і не підлягають легкій заміні. Як правило, даний метод використовується для виробничих капіталомістких компаній або компаній зі значною часткою нерухомості (склади, готелі, офіси). Але незважаючи на простоту для розуміння, цей метод досить складно реалізувати на практиці [56, с. 342].

Метод ліквідаційної вартості полягає у визначенні ринкової вартості компанії шляхом зменшення вартості активів, зазначених у балансі, на витрати, пов'язані з процесом ліквідації (такі як комісійні для оцінювачів і юристів, виплати працівникам, сплата податків тощо), а також на суму зобов'язань компанії. Ліквідаційний метод актуальний у разі банкрутства компанії, при санації, або коли очікувана вартість компанії під час ліквідації є більшою, ніж її прогнозована вартість при подальшому функціонуванні [57, с. 30]. Вартість ліквідації залежить від термінів, у які проводиться ліквідація: при примусовій ліквідації активи реалізуються швидко, що призводить до їх продажу за зниженими цінами. У випадку упорядкованої ліквідації є можливість отримати більш вигідну ціну за кожен окремий актив [52, с. 1201].

Відтак, головні переваги використання методів витратного підходу включають:

- спирання на фактичні дані про активи компанії, що дозволяє об'єктивно відобразити його фінансовий стан, незалежно від прибутковості;
- відображення реальних витрат, понесених компанією у процесі створення бізнесу в межах операційної діяльності;
- урахування технологічного розвитку та накопиченого зносу активів.

Попри це, нехтування прибутковістю діяльності компанії не завжди є перевагою. З одного боку, бувають випадки інвестицій у компанії, що мають високий рівень репутації, цінний бренд чи значну соціальну вагу, навіть якщо їх технології застарілі. З іншого боку, при зростанні масштабів бізнесу та прибутковості інвестори зацікавлені у потенційних майбутніх результатах, а не лише вже досягнутих. Це свідчить про обмеження підходу, який базується виключно на минулих даних без врахування перспектив розвитку. Це призводить до наступних недоліків цього підходу:

- не відображаються фінансові результати діяльності та потенціал розвитку компанії.
- не враховується моральний знос активів чи ефективність їх використання.
- використовується історична вартість активів.
- складно правильно оцінити нематеріальні активи, як гудвіл, оскільки витрати на їх створення часто значно нижчі, ніж потенційний прибуток від експлуатації [52, с. 1200].

Крім вищерозглянутих недоліків методів оцінки вартості компанії за витратним підходом, спільними є такі аспекти, як: статичний характер оцінки, відсутність урахування вартості грошей у часі, неврахування поточної ситуації в галузі, людського капіталу та вартості, яку створюють організаційні чинники.

З огляду на ці недоліки, такі методи можуть давати неточні результати, тому їх застосування доцільне лише у випадках, коли немає доступу до даних, потрібних для більш надійних методів оцінки, або у випадках оцінки специфічних компаній, які були наведені для кожного підходу. Можна зробити висновок, що методи

витратного підходу дають можливість оцінити матеріальну складову вартості компанії – фізичний, фінансовий капітал та лише частину нематеріальної, а саме – інтелектуальну власність, у той час, як інші складові: людський, соціальний, інший організаційний та зовнішній капітал, залишаються недооціненими.

Наступим підходом, що використовується для оцінки вартості компанії, є доходний підхід. Доходний підхід базується на визначенні вартості компанії, виходячи з теперішньої вартості прогнозованого доходу, що буде отримано від її володіння.

Найбільш значущі методи в рамках доходного підходу, їх переваги та надані в табл. 1.6.

Таблиця 1.6

Методи доходного підходу до оцінювання вартості компанії

Метод	Характеристика методу	Переваги	Недоліки
Метод капіталізації чистого доходу	Визначає потік доходу і перетворює його в поточну вартість шляхом застосування норми капіталізації.	• Враховує майбутній дохід. • Простота в розрахунках. • Можливість визначення вартості компанії в залежності від зміни ставки капіталізації.	• Можливі помилки в розрахунках. • Неможливість застосування при визначенні оцінювання компаній, що не отримують дохід.
Метод дисконтування грошових потоків	Метод дає змогу оцінити майбутній потенціал компанії. Дисконтований дохід, чистий дохід або сума грошових потоків використовуються для цього методу. Вартість компанії дорівнює вартості чистих активів, сумі вартостей всіх його активів за вирахуванням зобов'язань.	• Дає змогу реальніше оцінити майбутній потенціал компанії. • Універсальний метод. • Розглядає конкретний період і динаміку зміни доходів. • Розглядає інтереси власників і кредитора.	• Можливі помилки в прогнозах. • Можливі помилки при виборі коефіцієнта дисконтування.
Метод дисконтування дивідендів	Застосовується для оцінювання компаній, акції якої котируються на фондовому ринку.	• Враховує майбутній дохід. • Зручність для оцінювання компаній, що публікують фінансові звіти по дивідендах.	• Можливі помилки в розрахунках. • Неможливість застосування при визначенні оцінювання компаній, що не отримують дохід.

Продовження табл. 1.6

Метод	Характеристика методу	Переваги	Недоліки
Метод скоригованої поточної вартості	Метод ґрунтується на визначенні вартості грошових потоків та оцінки ймовірності банкрутства.	• Враховує майбутній потенціал компанії. • Дозволяє врахувати фактори ймовірності банкрутства та поточну вартість витрат на банкрутство.	• Важкість як теоретичного, так і практичного визначення витрат на банкрутство та ймовірності банкрутства для компанії.

Джерело: складено на основі [39; 50; 51; 65]

У загальних рисах описову доходний підхід можна підсумувати так: жоден потенційний покупець (або інвестор) не заплатить ціну, вищу за теперішню вартість очікуваного майбутнього доходу від використання компанії.

Основою доходного підходу є такі принципи:

- очікування, яке означає, що вартість майна визначається розміром майбутніх вигід від володіння компанією;
- заміщення – потенційний покупець не буде платити більше за компанію, ніж витрати на придбання іншого майна, здатного приносити аналогічний дохід;
- найкраще та найбільш ефективне використання – вартість компанії визначається теперішньою вартістю очікуваного доходу і розраховується, виходячи з найбільш ефективного використання об'єкта, включаючи дохід від його можливого продажу [58].

Серед усіх методів оцінки компаній найбільш широко використовуються метод дисконтованих грошових потоків (DCF), зокрема метод вільних грошових потоків до фірми (FCFF) та вільних грошових потоків до власного капіталу (FCFE). Такий вибір є очевидним для теоретиків і практиків у сфері інвестиційного аналізу та корпоративних фінансів, адже ці методи найкраще відображають очікування інвесторів та інших зацікавлених сторін щодо прибутковості компанії та її можливостей для зростання. Крім того, метод DCF враховує фактор часу, завдяки чому результати відповідають стратегічним орієнтирам і сприяють прийняттю

рішень щодо подальшого розвитку компанії потенційними інвесторами та наявними акціонерами. Даному методу властива комплексність, яка полягає в необхідності детального аналізу операційної, фінансової та інвестиційної діяльності компанії [59, с. 78].

Основні етапи оцінки вартості компанії за методом дисконтованих вільних грошових потоків для фірми (FCFF) включають:

1. Визначення прогностного періоду інвестування в акції компанії (зазвичай це період тривалістю 3-5 років в умовах нестабільної економіки, якою є економіка України). Вартість компанії, розрахована у такому випадку, буде значно менша, ніж вартість, отримана з використанням більш тривалого періоду прогнозування прибутків, крім того, такий стан не відображає «дійсного» стану компанії, а є наслідком труднощів у складанні прогнозу.

2. Оцінка ризиків інвестування та визначення необхідної норми прибутковості або ставки дисконтування. Для цього зазвичай використовується модель оцінки вартості активів (CAPM) або модель арбітражного ціноутворення (APT) [60].

Вартість капіталу за моделлю CAPM розраховується за відповідною формулою [61]:

$$Re = Rf \times \beta \times (Rm - Rf) \quad (1.4)$$

де Re – очікувана вартість власного капіталу;

Rf – безризикова ставка доходності;

β – коефіцієнт чутливості активу до зміни ринкової доходності;

Rm – очікувана доходність ринкового портфеля.

Наступний крок в оцінюванні вартості компанії за методом дисконтованих вільних грошових потоків – калькуляція середньозваженої вартості капіталу компанії [62]:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times Re + \frac{D}{D+E} \times Rd \times (1 - T) \quad (1.5)$$

де $WACC$ – середньозважена вартість капіталу компанії (Weighted average cost of capital);

E - власний капітал компанії (Equity);

D - позикові кошти компанії (Debt);

Rd - вартість позикових коштів;

T - ставка податку на прибуток.

3. Проведення аналізу перспектив компанії та оцінка її темпів зростання протягом прогнозного періоду. За результатами фінансових звітів компанії за 3-5 років (балансу, звіту про фінансові результати та звіт про рух грошових коштів) оцінюється величина вільного грошового потоку [63]:

$$FCFF = EBITDA \times (1 - T) + change \in NWC - capex \quad (1.6)$$

де $FCFF$ – вільний грошовий потік компанії;

$EBITDA$ – прибуток до сплати процентів, податків та амортизації;

$change \in nwc$ – зміни в оборотному капіталі;

$capex$ – капітальні інвестиції.

4. На основі розрахованого вільного грошового потоку до фірми ($FCFF$) та очікуваних темпів зростання визначають приведену вартість майбутніх грошових потоків компанії для кожного року прогнозного періоду (протягом 3-5 років) [63]:

$$\sum_{i=1}^n DCFF_i = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} \quad (1.7)$$

Після цього кроку розраховується приведена термінальна або кінцева вартість компанії [63]:

$$DTV = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n} \quad (1.8)$$

де DTV – дисконтована термінальна вартість компанії (Discounted Terminal Value);

5. Наступний етап полягає в обчисленні вартості компанії (Enterprise Value, EV) за формулою [63]:

$$EV = \sum_{i=1}^n DCFF_i + DTV \quad (1.9)$$

де EV – вартість компанії (Enterprise Value);

6. Проте, якщо метою оцінки є визначення акціонерної вартості компанії, то її зменшують на ринкову вартість боргу [63]:

$$V_{firm} = EV - MVd \quad (1.10)$$

де V_{firm} – акціонерна вартість;

MVd – ринкова вартість боргу (Market value of debt);

Метод DCF має високу практичну значущість і широко використовується завдяки здатності враховувати широкий спектр операційної, фінансової та інвестиційної діяльності компанії. Процес розрахунку вимагає точного визначення періоду прогнозування та темпів зростання, а також використання науково обґрунтованих підходів до визначення вартості капіталу (за допомогою методу WACC). Він базується на аналізі інтересів власників і акціонерів і всебічному розгляді стратегії розвитку (реінвестування, капітальні інвестиції, заплановані

надходження, злиття, диверсифікація бізнесу тощо) [64, с. 82]. Хоча ці аспекти вимагають високої точності й складного аналізу, альтернативними підходами є метод APV (метод скоригованої теперішньої вартості) та DDM (метод дисконтування дивідендів), яка базується на очікуваних дивідендних виплатах [59, с. 82].

Відповідно до DDM вартість компанії оцінюється наступним чином:

$$V_{firm} = \frac{\sum DPS_t}{(1+Ce)^t} \quad (1.11)$$

де DPS_t – очікувані дивідендні виплати (дивіденди на акцію);

Ce – вартість власного капіталу, %.

Варто відзначити, що так само, як і в методі DCF, у DDM є можливість використовувати «стадійні» методи, які враховують етап економічного розвитку компанії. Як метод оцінки бізнесу, DDM може бути зручним інструментом завдяки спрощенню розрахунків, оскільки не потребує детальних прогнозів щодо змін капітальних інвестицій, боргового капіталу чи операційних витрат. Однак DDM заснований на дисконтуванні дивідендів протягом певного періоду, що вимагає прогнозів щодо різних факторів, зокрема щодо грошових потоків компанії для визначення дивідендної політики. Це значно ускладнює розрахунки й обмежує практичне застосування методу в корпоративних фінансах українських компаній. Крім того, DDM ефективний лише за умови прозорості компанії та відкритості її дивідендної політики, яка має бути доступною, але в реальному світі це часто є винятком, а не правилом [65, с. 97].

Що стосується методу скоригованої поточної вартості (APV), варто зазначити, що, попри зручність у застосуванні для визначення вартості бізнесу, він не набув широкого поширення серед практикуючих оцінювачів. Автор методу APV, Стюарт Майерс [66], запропонував визначати вартість компанії як суму вартості

грошових потоків, які генеруються різними видами господарської діяльності, у кілька етапів:

1. Визначення основної вартості, що генерується операційними грошовими потоками. Вона включає вартість компанії без урахування ринкової вартості її боргу. Для реалізації цього кроку використовуються вільний грошовий потік до фірми (FCFF) та вартість капіталу без левериджу.

2. Визначення вартості, створеної за рахунок використання різних фінансових інструментів (наприклад, ринкової вартості боргу, нарахованих податків і податкового щита) [66].

3. Визначення вартості можливого банкрутства, що є одним із найскладніших етапів. Єдиного підходу до оцінки ймовірності банкрутства немає. На практиці використовуються рейтинги єврооблігацій великих міжнародних компаній і рівень ризику дефолту, а також галузевий бенчмаркінг для додаткової оцінки [66]. Таким чином, вартість компанії за методом APV визначається як:

$$V_{firm} = \frac{\Sigma FCFF}{(1+CE_u)^t} + t \times Debt - B_{probability} \times PVBC \quad (1.12)$$

де $B_{probability}$ – ймовірність банкрутства, %;

$PVBC$ – нинішня вартість витрат на банкрутство (відповідно до залишкової вартості компанії та її активів тощо).

Оскільки метод APV включає деякі елементи методу DCF (особливо на етапі визначення основної вартості), можна говорити про певну взаємозамінність цих методів. Проте на практиці APV-метод не може бути повністю використаний (головним чином через останній елемент формули), оскільки важко як теоретично, так і практично визначити витрати на банкрутство та ймовірність банкрутства для компанії.

Крім того, метод APV має ще один недолік: він передбачає безперервність ставки податку на прибуток компаній (t) і стабільний рівень зростання (g) для

прогнозованих і "пост-прогнозованих" періодів. Це практично неможливо, тому результати розрахунку вартості компанії можуть бути досить неточними [65, с. 98].

Метод капіталізації доходів часто застосовується для перевірки достовірності оцінки, проведеної за методом DCF. Капіталізація передбачає трансформацію доходів у вартість. Метод прямої капіталізації використовується у випадках, коли прогнозований річний дохід постійний, і не має чітко вираженої тенденції до зміни, період його отримання не обмежений часом. В залежності від цілей оцінки для розрахунків можуть використовуватися такі показники: прибуток до оподаткування, чистий прибуток або вільний грошовий потік [54].

Так само, як і в методі DCF, у методі капіталізації доходів використовуються бруто- та нетто-підходи. За нетто-підходом вартість компанії визначається за допомогою використання лише двох змінних: як відношення чистого прибутку до ставки капіталізації [67, с. 1156]:

$$V_{firm} = \frac{I}{R} \quad (1.13)$$

де I – чистий операційний дохід за період; R – ставка капіталізації.

Таким чином, метод прямої капіталізації доходу передбачає таку послідовність оціночних процедур:

1. Прогнозування валового доходу та операційних витрат. Визначення чистого операційного доходу як різниці між валовим доходом та операційними витратами.
2. Обґрунтування вибору оціночної процедури для визначення ставки капіталізації та її розрахунок;
3. Розрахунок вартості компанії [65, с. 91].

Підсумовуючи вищевикладене, методи доходного підходу надають можливість врахувати прогнозований інвестиційний дохід, що робить його ключовим для оцінювання рентабельності інвестування та обґрунтування рішень

щодо фінансування об'єкта оцінки. Цей підхід, у порівнянні з витратним та порівняльним, краще відображає уявлення потенційного інвестора про компанію як джерело майбутніх прибутків, хоча його використання стає складним та менш доцільним при оцінці некомерційних або неприбуткових компаній.

Методи доходного підходу вимагають акцентування уваги на фінансовому аспекті вартості компанії. При цьому оцінка фізичного та інтелектуального капіталу виконується, враховуючи здатність збільшувати фінансовий капітал компанії в майбутньому. Метод DCF та її модифікації нині є одними з найбільш використовуваних і поширених, головним чином завдяки значному обсягу статистичної інформації та тісному зв'язку з реальними факторами операційної, фінансової та інвестиційної активності бізнесу. Ці фактори безпосередньо відображаються з точки зору фінансової та економічної ефективності компанії (прибуток, грошові потоки, рентабельність інвестицій, ставки реінвестування, вартість капіталу тощо). У свою чергу, ці та інші параметри становлять основу для визначення вартості компанії, що закладає підґрунтя для ефективного управління вартістю компанії.

Однак складність прогнозування майбутньої діяльності компанії та можливість маніпулювання вартістю компанії в залежності від суб'єкта оцінки впливають на достовірність отриманих результатів. Основні труднощі доходного підходу полягають у необхідності прогнозування довгострокових потоків доходів, врахуванні ризикових чинників, а також ускладненні збору даних про дохідність аналогічних компаній. У такому випадку, вартість компаній, які мають значний фізичний актив, може бути недооціненою, навіть при використанні методу ліквідаційної вартості для розрахунку пост-прогнозованої вартості. Точність отриманих результатів визначення вартості стає умовною через складність цього процесу. На відміну від витратного та порівняльного підходів, оцінка прибутковості в доходному підході значною мірою залежить від суб'єктивної оцінки аналітика, що додає високий рівень суб'єктивізму.

Ще одним популярним способом оцінки вартості компанії є застосування порівняльного підходу. Порівняльний (ринковий) підхід базується на припущенні, що вартість компанії визначається реальною ціною продажу подібної компанії, тобто оцінка вартості компанії здійснюється через її порівняння з іншими аналогічними бізнесами. Оскільки абсолютно ідентичних компаній не існує, отримані результати є відносними. Вони використовуються за наявності двох умов: наявності розвинутого фінансового ринку, оскільки підхід опирається на дані вже укладених угод, та існування зрілої компанії [48, с. 212]. Цей підхід включає наступні методи (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

Методи порівняльного підходу до оцінювання вартості компанії

Метод	Характеристика методу	Переваги	Недоліки
Метод мультиплікаторів	Доцільно використовувати для оцінювання компаній, акції яких не котируються на біржі. Для них використовують дані про прибутки та ціни на акції аналогічних компаній.	Відмінні результати при оцінці великих акціонерних товариств.	Можливий невизначений результат при оцінюванні закритих акціонерних товариств.
Метод порівняння продажів	Ґрунтується на використанні ціни придбання компанії-аналога загалом чи його контрольного пакета акцій.	- Дає реальну ринкову оцінку, виходячи з інформації, що отримується з ринку аналогічних компаній. - Дає змогу превентивно підготувати інформаційну базу реалізації методу.	- Трудомісткий. - Неможливо використовувати, якщо немає інформації про операції купівлі-продажу фірм-аналогів або нерозвинений ринок купівлі-продажу компаній.
Метод галузевих коефіцієнтів	Застосовується при наявності даних по галузі. Базується на використанні рекомендованих співвідношень між ціною компанії і фінансовими параметрами.	- Дає реальну ринкову оцінку, виходячи з інформації, що отримується з ринку аналогічних компаній. - Дає змогу превентивно підготувати інформаційну базу реалізації методу.	Отримання хибного результату при визначенні стратегій компанії.

Джерело: складено на основі [39; 51; 53]

Порівняльний аналіз є одним із основних методів оцінки, оскільки базується на широкій доступності даних (за умови публічної торгівлі компаній). Передбачається, що ринок ефективно оцінює цінні папери інших компаній, що забезпечує розумний діапазон оцінки. На відміну від методу DCF, який залежить від низки припущень і орієнтований на внутрішню вартість, порівняльна оцінка більше спирається на ринкові дані. Іншими словами, припускається, що ринок у середньому правильно визначає ціни на акції, але допускає помилки в оцінці окремих акцій. Метод мультиплікаторів допомагає виявити ці помилки, які мають бути виправлені з часом [68, с. 131].

Метод мультиплікаторів включає такі основні етапи оцінки:

1. Збір необхідної інформації. Для оцінки вартості компанії за порівняльним підходом потрібна ринкова (цінова) та фінансова інформація. Фінансова інформація, як правило, представлена у вигляді бухгалтерської та фінансової звітності, а також додаткових відомостей, що дозволяють визначити схожість компаній та зробити необхідні коригування для забезпечення порівнянності. Звітність повинна охоплювати останній звітний рік і попередній період, а ретроспективні дані зазвичай збирають за 5 років [68, с. 131].

2. Складання списку аналогічних компаній. Процес відбору зіставних компаній складається з декількох етапів. Перший етап – визначення початкового переліку компаній, що потенційно підходять за критеріями, такими як галузева приналежність, вид продукції, обсяг виробництва, співвідношення власних і позикових коштів. Далі формується список компаній для подальшого аналізу, на якому аналітик збирає додаткову інформацію та коригує список. На третьому етапі складається остаточний перелік компаній-аналогів. Включення компаній до цього списку здійснюється на основі ретельного аналізу додаткової інформації, отриманої в попередніх етапах. На цьому етапі аналітик посилює критерії порівнянності, досліджуючи рівень диверсифікації виробництва, ринкову позицію, рівень конкуренції, геополітичні чинники тощо [69, с. 81].

3. Фінансовий аналіз. Порівняльний підхід до оцінки компанії використовує всі традиційні методи фінансового аналізу. Аналітик розраховує фінансові коефіцієнти, аналізує баланси та звіти про прибутки й збитки. Фінансовий аналіз є найважливішим кроком для забезпечення порівнянності компаній-аналогів із об'єктом оцінювання [69, с. 82].

4. Розрахунок цінових мультиплікаторів для компаній-конкурентів та знайдення середньозваженого значення за кожним з них [68, с. 132]. Вибір найбільш прийнятних цінових мультиплікаторів визначається відповідно до особливостей функціонування кожної конкретної компанії. Типові мультиплікатори для порівняльного аналізу включають (табл. 1.8).

Таблиця 1.8

Типові мультиплікатори при використанні порівняльного аналізу

Мультиплікатор	Характеристика показника
EV/EBITDA	Вартість компанії відносно прибутку до вирахування амортизації, відсотків і податків. Цей показник дозволяє оцінювати компанії з різним фінансовим левериджем та амортизаційними відрахуваннями, а також застосовується для збиткових компаній.
EV/EBIT	Вартість компанії відносно прибутку до сплати відсотків і податків. Підходить при обмеженій інформації щодо компаній-аналогів.
EV/IC	Вартість компанії відносно інвестованого капіталу. Цей коефіцієнт корисний тим, що враховує лише вартість інвестованих активів (що знаходяться в обороті), виключаючи вільні грошові кошти.
EV/R	Вартість компанії відносно доходу. Найчастіше всього застосовується для визначення оцінки компанії у випадку потенційного придбання.
P/S	Коефіцієнт ціна/обсяг продажів. Його перевагою є те, що він не приймає від'ємних значень та менш піддається суб'єктивним факторам і зловживанням з боку менеджменту.
P/E	Коефіцієнт ціна/прибуток. Використовується, коли прибуток досить високий та відображає реальний економічний стан.
P/B	Коефіцієнт ціна/балансова вартість. Найбільш доречний для компаній із значними активами, коли існує тісний зв'язок між балансовою вартістю та доходом, що генерує компанія.

Джерело: складено автором

5. Розрахунок вартості компанії та ціни акції за допомогою різних мультиплікаторів. Після отримання значень за кожним із застосованих

мультиплікаторів важливо порівняти результати та проаналізувати кореляцію між ними. Інтерпретація результатів відіграє ключову роль у цьому типі аналізу. Тому найдоцільнішим способом буде визначення вартості, де спостерігається найбільша відповідність між отриманими результатами, що забезпечує точніший показник для оцінювання [68, с. 132].

6. Внесення підсумкових коригувань з врахуванням особливостей компанії [69, с. 82].

Отже, наявність різноманітних метрик дозволяє обрати для компанії відповідні мультиплікатори та провести об'єктивний аналіз на основі доступних даних. Завдяки цьому аналіз мультиплікаторів займає значне місце в системі методів оцінки вартості компанії. Однак важливо враховувати, що більшість інвесторів орієнтовані не лише на вирішення тактичних завдань щодо максимізації доходів та прибутку, а й на досягнення стратегічних цілей максимізації вартості компанії, як ключового показника ефективності управління.

Інші методи порівняльного підходу дещо відрізняються від аналізу мультиплікаторів. Метод порівняння продажів (угод) дає змогу оцінити вартість компанії загалом або вартість контрольного пакету його акцій. Його суть полягає в тому, що вартість об'єкта оцінки представляє собою скориговану продажну ціну аналогічної компанії за умови їх порівнянності [69, с. 82]. Метод базується на використанні ринкових цін купівлі-продажу контрольних пакетів або 100% акцій компаній, подібних до оцінюваного. Цей метод дозволяє визначити вартість акціонерної частки з урахуванням премії за контроль. Метод порівняння продажів рекомендується застосовувати, якщо оцінюваний об'єкт – це вся компанія або її контрольний пакет акцій. Процес оцінки за цим схожий на метод мультиплікаторів та проходить у кілька етапів:

На першому етапі оцінювач відбирає компанії тієї ж галузі з наявною інформацією про ринкову ціну їх акціонерного капіталу. Для відібраних компаній збираються додаткові дані щодо фінансового і господарського стану, а також

проводиться фінансовий аналіз оцінюваної компанії та її аналогів. На основі цього аналізу визначається ступінь подібності між аналогами та оцінюваною компанією, а також її рейтинг серед них [70].

На другому етапі розраховуються коефіцієнти, що відображають співвідношення між ринковою ціною акціонерного капіталу або його частини та фінансовими показниками прибутковості компанії. Ці коефіцієнти обчислюються для аналогічних компаній і застосовуються до відповідних показників оцінюваної компанії. Вибір оптимального коефіцієнту є складним завданням і базується на результатах фінансового аналізу [70].

На третьому етапі розраховується підсумкова вартість компанії. Результати, отримані за різними типами коефіцієнтів, аналізуються за ступенем достовірності, обґрунтованості коригувань і їх значущості для конкретного об'єкта. Підсумкову величину визначають як середньозважене значення попередніх результатів, включаючи коригування на нефункціонуючі активи, недостатній обсяг власного оборотного капіталу тощо [70].

Метод галузевих коефіцієнтів застосовується за наявності стабільних галузевих співвідношень між ціною та певними фінансовими показниками. Цей метод дає лише орієнтовний результат, оскільки галузеві коефіцієнти стандартизують об'єкт оцінки [69, с. 82]. Метод галузевих коефіцієнтів оцінює компанію на основі її матеріального капіталу та премії за гудвіл, яка зазвичай дорівнює величині місячної премії до оподаткування. Цей метод базується на використанні певних співвідношень між ціною продажу компанії та відповідними фінансовими показниками, розрахованих на основі статистичних спостережень. Галузеві коефіцієнти створюються аналітичними організаціями на основі тривалих статистичних даних про співвідношення між вартістю власного капіталу компаній та їх основними виробничо-фінансовими характеристиками [71]. Цей метод доцільно застосовувати, коли подібні компанії часто продаються і оцінювач має досвід у цій галузі. Метод галузевих коефіцієнтів найбільш підходить для оцінки

малих компаній, керованих власниками, таких як заклади громадського харчування, роздрібні магазини та готелі [71]. Головна перевага цього методу – простота. Водночас, якщо не враховувати норму прибутку при визначенні вартості гудвілу, метод може призвести до викривлення вартості компанії. Зазвичай значення і тип використовуюваного мультиплікатора вимірюють гудвіл на основі середніх інвестицій, однак реальні ринкові ціни рідко відповідають цим середнім значенням [71].

Проведений аналіз свідчить, що порівняльний підхід базується на ретроспективній інформації та відображає фактично досягнуті результати господарської діяльності компанії. Серед переваг порівняльного підходу – здатність реально відобразити вплив попиту та пропозиції на об'єкт інвестування, оскільки фактична ціна угоди враховує поточну ринкову ситуацію.

Однак цей підхід має певні недоліки, які обмежують його застосування в оціночній практиці. По-перше, він не враховує факторів, що можуть проявитися через 3–5 років, адже використовується для оцінки вартості в коротко- та середньостроковій перспективі. Наприклад, якщо через 3 роки компанія планує реалізувати інвестиційну програму, то спрогнозувати її вплив на вартість компанії за допомогою порівняльного методу неможливо; це можна зробити лише за допомогою методу DCF. Таким чином, порівняльний метод ігнорує довгострокові перспективи розвитку [69, с. 84].

По-друге, застосування порівняльного підходу можливе лише за наявності доступної й різнобічної фінансової інформації для вибірки компаній-аналогів [69, с. 84].

По-третє, він вимагає пошуку максимально ідентичних компаній для оцінки, а також врахування і коригування відмінностей між ними, що є складним завданням. Даний метод не підходить для оцінки унікальних компаній, які не мають аналогів на ринку, а також для компаній із невеликим доходом або збитковою діяльністю [69, с. 84].

Таким чином, порівняльний підхід має як переваги, так і недоліки. Для отримання об'єктивної оцінки компанії доцільно застосовувати кілька методів, що дозволяє врахувати цілий ряд важливих факторів, таких як ризик, інфляція, економічна стійкість компанії та можливості економічного зростання.

В зв'язку з тим, що всі методи в межах традиційних підходів мають недоліки та обмеження, виникла необхідність застосування альтернативних методів оцінки вартості компанії. Синтетичні методи оцінки є комбінацією переваг, притаманних кожному з традиційних підходів. Цей підхід включає наступні методи (табл. 1.9).

Таблиця 1.9

Методи синтетичного підходу до оцінювання вартості компанії

Метод	Характеристика методу	Переваги	Недоліки
Методи опціону	Метод заснований на оцінці ймовірності зростання вартості активів порівняно з вартістю зобов'язань до моменту погашення останніх, що передбачає запобігання ситуації, коли вартість зобов'язань перевищує вартість активів.	• Враховує майбутні можливості компанії. • Застосовується для компаній, що знаходяться на стадії банкрутства.	• Труднощі при здійсненні аналізу очікуваних грошових потоків. • Трудомісткість розрахунків. • При оцінці компаній з високими борговими зобов'язаннями перебільшується вартість компанії.
Метод Едвардса-Белла-Ольсона	Ґрунтується на основі зв'язку між бухгалтерськими оцінками доходів, балансовою вартістю компанії та оцінками дисконтованого грошового потоку.	• Відображає процес створення багатства акціонерів, а не його розподіл. • Відображає вартість компанії, що обумовлена реальними активами та гудвілом.	• Труднощі в отриманні інформації внаслідок нерозвинутості фондового ринку.
Метод економічного прибутку	Застосовується у випадку, коли учасники ринку можуть оцінювати вартість компанії, одночасно враховуючи потенціал майбутніх чистих доходів і цінність майна, яке використано-вується в процесі фінансово-господарської діяльності компанії.	• Дозволяє оцінити майбутній потенціал компанії. • Дозволяє оцінити доцільність сумісного використання сукупності активів, власного та позикового капіталу.	• Можливість помилок у розрахунку. • Неможливість прогнозування майбутніх прибутків в умовах високих темпів інфляції. • Обмеження при оцінці збиткових компаній. • Трудомісткість розрахунків.

Джерело: складено на основі [38; 53; 72; 73]

Опціонні методи можуть бути використані для оцінки ринкової вартості компанії за допомогою біноміального методу та методу Блека-Шольца. Суть цих методів полягає у відокремленому визначенні минулої вартості (балансової вартості необоротних і оборотних активів, а також боргових зобов'язань) та майбутньої вартості (вартість опціону та гудвілу) компанії [38, с. 127]. Застосування опціонного методу ґрунтується на ймовірності зростання вартості активів порівняно з вартістю зобов'язань до моменту їх погашення. Ця можливість обумовлюється змінами ринкової кон'юнктури, технологічними інноваціями та управлінськими рішеннями, а також недопущенням ситуації, коли вартість зобов'язань перевищує вартість активів [73, с. 73].

Метод Блека-Шоулза є методом ціноутворення, який застосовується для прогнозування змін ринкової ціни або доходу в часі, а також для оцінки коливань акцій. Він базується на припущенні, що ціна слідує геометричному броунівському процесу з постійною волатильністю та не враховує вплив виплати дивідендів протягом терміну дії опціону [74, с. 104]. Центральною складовою даного методу є волатильність, яка слугує мірою ризику фінансового інструменту за певний проміжок часу. Це статистичний показник, що демонструє схильність ціни або доходу до змін у часі [75, с. 303].

Однією з особливостей цього методу є можливість обчислення вартості опціону за обмеженою кількістю початкових даних, що мають тісний зв'язок із параметром часу. На сьогодні метод Блека-Шоулза широко використовується в оціночній практиці та постійно вдосконалюється. Застосування такого підходу в оцінці вартості базується на наявності розвиненого фондового ринку, що надає ринкову інформацію, необхідну для оцінки інвестиційної привабливості інвестиційних вкладень. Складність використання цього методу полягає в точному визначенні дійсної вартості опціону та рівня процентних ставок. Варто зазначити, що опціонний метод доцільно застосовувати в ситуаціях, коли компанія стикається з фінансовими труднощами або високою ймовірністю банкрутства, коли кількість

непогашених боргових зобов'язань обмежена або коли дисперсія вартості активів може бути визначена з прийнятною точністю [73, с. 73].

Метод Едвардса-Белла-Ольсона, вперше представлена у 1990-1995 роках завдяки роботам Дж. Ольсона. Основний принцип методу Едвардса-Белла-Ольсона ґрунтується на обліку чистого приросту, згідно з яким чисті активи компанії у поточному періоді дорівнюють сумі чистих активів попереднього періоду та чистого прибутку за поточний період без урахування дивідендів. Даний метод прогнозує різницю між вартістю використання капіталу компанії та її рентабельністю, що допомагає зменшити суб'єктивний вплив та розбіжності між прогнозованою та реальною вартістю [75, с. 302].

При визначенні вартості компанії, її часто розглядають як суму двох компонентів: вартості грошових потоків протягом прогнозного періоду та вартості компанії на кінець цього періоду. Застосування даного методу для обчислення вартості забезпечує бажаний зв'язок між оцінкою та обліковими даними компанії, що характерно для витратного підходу. Втім, на відміну від нього, метод Ольсона дозволяє враховувати перспективи розвитку фірми, що робить метод більш універсальним та адаптивним. Він об'єднує характеристики як витратного, так і доходного підходів, поєднуючи оцінку за теперішньою вартістю з прогнозуванням майбутніх результатів [75, с. 302].

До недоліків методу Ольсона відноситься той факт, що в українській економіці часто зустрічаються специфічні явища, такі як прибуток від курсових різниць або переоцінка активів. Хоч метод і є універсальним, його застосування в поточних умовах досить обмежене, оскільки інформацію, необхідну для проведення оцінки, або важко, або зовсім неможливо отримати.

Метод економічного прибутку базується на припущенні, що учасники ринку здатні оцінити вартість компанії, одночасно враховуючи як потенціал майбутніх чистих доходів, так і вартість активів, задіяних у фінансово-господарській діяльності. Метод економічного прибутку об'єднує елементи як доходного, так і

витратного підходів до оцінки вартості. Існує декілька способів розрахунку поточної вартості очікуваних економічних прибутків, але найбільш перспективним є використання комбінації способів розрахунку вартості компанії для отримання більш точного результату. Спочатку визначається вартість інвестованого капіталу без врахування рентабельності майбутніх нових інвестицій в основний та обіговий капітал. Далі, з урахуванням бізнес-плану компанії та прогнозованої рентабельності майбутніх інвестицій, визначається вартість інвестованого капіталу [76, с. 163].

Проаналізувавши синтетичні методи оцінки вартості компанії, можна зробити висновок, що вони не повною мірою задовольняють реалії оцінки компаній в сучасних умовах української економіки, тому що застосування цього підходу ускладнюється тим, що інформацію, необхідну для проведення оцінки, або важко, або зовсім неможливо отримати.

Таким чином, кожен підхід пропонує свої методи, які мають унікальні структурні особливості та методичні підходи до обчислень. Відсутність єдиної універсальної системи оцінки, що могла б застосовуватись до всіх типів бізнесу і давати об'єктивну характеристику їхнього становища на ринку, стимулює розвиток методологічного інструментарію для оцінювання вартості компаній. Це розширення інструментарію враховує невизначеність в прогнозованих економічних параметрах, особливості економічної діяльності кожної компанії, а також обмеження, властиві кожному з існуючих методів оцінки. Розвиток нових підходів стає відповіддю на виклики, які створюють такі недоліки, і сприяє поступовому підвищенню точності оцінювання.

Отже, процес вибору відповідного методу оцінки бізнесу повинен бути обережним і ретельним у плані етапів розвитку компанії та її життєвого циклу, існуючих конкурентних переваг і факторів макроекономічного впливу на умови роботи компанії.

1.3. Фактор обмеженості фінансових ресурсів в управлінні вартістю компанії

Питання ефективного управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів є надзвичайно важливим в сучасних економічних умовах. Важливість проблеми зумовлена винятковою роллю фінансових ресурсів для компанії та складністю управління процесом їх формування і використання. Фінансові ресурси відіграють важливу роль в зростанні вартості компанії, оскільки вони забезпечують умови для ведення бізнесу, інвестицій та розширення. Управління фінансовими ресурсами є одним із найважливіших аспектів, що визначають ефективність компаній у ринковому середовищі, їх фінансову стабільність і потенціал розвитку, а також конкурентоспроможність.

В останні роки економіка України перебуває у кризовому стані через несприятливе внутрішнє та зовнішнє середовище, а наслідки цієї кризи відчутно впливають на економічну діяльність компаній. Одним із ключових факторів ефективного функціонування компаній є наявність достатнього обсягу та раціональне використання фінансових ресурсів. Компаніям важливо вчасно реагувати на зміни, які відбуваються на внутрішньому та світовому фінансових ринках. Відтак дослідження сучасних механізмів, методів та інструментів у процесі формування та ефективного використання фінансових ресурсів компанії є надзвичайно актуальним в умовах нестабільного економічного середовища.

Фінансові ресурси є одним із ключових ресурсів компанії, здатним трансформуватися в інші види ресурсів. Кожен етап економічного відтворення потребує постійного оновлення процесів формування та використання цих ресурсів [77, с. 25]. Фінансові ресурси дозволяють здійснювати виробничу діяльність, інвестувати, формувати оборотні кошти, створювати спеціальні фонди економічного стимулювання, виконувати зобов'язання перед фінансово-кредитною

системою, партнерами та працівниками, а також забезпечувати міжгосподарські розрахунки.

Ефективність використання фінансових ресурсів компанії є критично важливою для досягнення таких цілей і завдань компанії, як: збільшення прибутковості, розширення операцій, розробка нових продуктів і послуг та підвищення вартості компанії [78, с. 67].

Таким чином, вся управлінська система має приділяти особливу увагу організації фінансування, джерелам залучення фінансових ресурсів та їх оптимальному розподілу [79]. Це підкреслює необхідність створення такого системного підходу до управління фінансовими ресурсами компанії, який забезпечить ефективний виробничий процес, реалізацію продукції, можливості для подальшого розвитку і виходу на нові ринки.

У науковій літературі відсутній єдиний підхід до трактування поняття «фінансові ресурси». Це поняття є складною економічною категорією, тому українські науковці, що досліджують природу фінансових ресурсів, мають різні погляди до їх трактування.

Деякі вчені вважають, що фінансові ресурси – це грошові доходи й надходження, які накопичуються суб'єктами господарювання та призначені для виконання фінансових зобов'язань, витрат та стимулювання економічної активності. Однак найпоширенішою в літературі є думка, що фінансові ресурси компанії охоплюють всі джерела коштів, які формують активи, необхідні для фінансування різних видів діяльності – як за рахунок власного капіталу і прибутку, так і інших надходжень [80].

На сьогоднішній день розмежування фінансових ресурсів держави та компаній у багатьох авторів є більш чітким. Звернімося до визначень, сформульованих українськими науковцями-економістами під час становлення нової національної економіки України (табл. 1.10).

Таблиця 1.10

Підходи до визначення поняття «фінансові ресурси компанії»

Автор	Визначення
Гаврилко П. П. [82]	Фінансові ресурси компанії – сукупність всіх форм фінансових активів, грошових коштів, якими розпоряджається компанія. Фінансові ресурси - це результат взаємодії накопичень і використання грошових коштів, їх розподілу, надходжень і витрат.
Телишевська Л.І., Голованова А.В., Яско Р.С. [83]	Фінансові ресурси компанії являють собою сукупність капіталу, майна і інших засобів компанії, виражені в грошовій формі, які знаходяться в розпорядженні цієї компанії, використовуються або можуть бути використані нею в процесі фінансово-господарської діяльності для виконання своїх функцій.
Ксьондз С. М. [84], Бердар М. [85]	Фінансові ресурси компанії – це частина грошових ресурсів у вигляді доходів і зовнішніх надходжень, призначених для виконання фінансових зобов'язань і виконання затрат із забезпечення розширеного відтворення.
Дикань Л. В. [86], Гайбура Ю.А. [87]	Фінансові ресурси компанії – це грошові доходи і надходження, які перебувають у розпорядженні суб'єкта господарювання і призначені для виконання фінансових зобов'язань, здійснення затрат із розширеного відтворення і економічного стимулювання працівників.
Лукіна Ю. В. [88]	Фінансові ресурси компанії – це сума коштів, спрямованих в основні засоби та обігові кошти компанії.
Гвоздєй Н. І. [89]	Фінансові ресурси компанії – це грошові кошти, що перебувають у розпорядженні компанії. Вони спрямовуються на споживання, розвиток резервів, утримання та розширення непродуктивної сфери, а також формування виробництва.
Кравченко О.О., Сипко М.Ю. [90]	Фінансові ресурси компанії – це сукупність власних грошових доходів і надходжень із зовнішніх джерел (залучених і позикових), призначенням яких є виконання фінансових зобов'язань компанії, фінансування витрат, пов'язаних із його поточною діяльністю, а також із розвитком діяльності.
Соляник Л. Г., Цуркан І. М., Сорокіна І. Р. [79]	Фінансові ресурси компанії – це грошові кошти, які можуть бути як власними, так і залученими, якими компанія може розпоряджатися в повному обсязі і витрачати їх для виконання та фінансування поточних витрат і фінансових зобов'язань.
Нечипоренко А. В., Рибалкіна А. О. [80]	Фінансові ресурси – це сукупність усіх грошових коштів, які має компанія на певну дату через провадження своєї основної, фінансової та інвестиційної діяльності.

Джерело: складено автором на основі [79-90]

Узагальнюючи ці підходи, відмітимо, що існує явна неузгодженість у розумінні сутності фінансових ресурсів компанії. З усіх джерел, що аналізувалися, виділимо одне узагальнююче визначення фінансових ресурсів компанії. Фінансові ресурси компанії – це сукупність капіталу, що може бути використаний для підтримки операційної діяльності, фінансування проектів, погашення зобов'язань і реалізації стратегічних цілей з метою максимізації вартості компанії.

Разом з тим відмітимо, що компаніям не завжди вистачає наявних фінансових ресурсів для свого розвитку. Для управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів необхідним стає визначення фактору такої обмеженості. Пропонується наступний фактор: якщо різниця між розміром фінансових ресурсів необхідним для простого відтворення на кожному виробничому циклі з урахуванням рівня інфляції та наявності потреби розширеного відтворення або впровадження інвестиційних проектів з урахуванням інфляції має від'ємне значення, то існує ситуація обмеженості фінансових ресурсів. Зауважимо, що необхідно розрізняти поняття нестачі та обмеженості фінансових ресурсів. Нестача фінансових ресурсів – це брак фінансових ресурсів для здійснення процесів простого відтворення виробничої діяльності внаслідок несприятливих подій. Обмеженість фінансових ресурсів – неможливість залучення у повній мірі (або необхідного обсягу) всіх джерел фінансових ресурсів компанії до виробничого процесу.

Обмеженість фінансових ресурсів впливає на здатність компанії досягати стратегічних цілей та можливість максимізації вартості. Обмеженість фінансових ресурсів визначається як обмеження в доступі до можливих джерел фінансування. До основних чинників, які впливають на виникнення ситуації обмеженості фінансових ресурсів відносяться: зниження або відсутність діяльності фондового ринку, що впливає на можливість залучення позик та випуск акцій; кредитні обмеження; зростання облікової ставки; рівень інфляції; зниження рівню довіри інвесторів; економічна, політична або соціальна кризи тощо. Всі дані чинники

негативно впливають на вартість компанії та є складовими вказаних ознак обмеженості фінансових ресурсів компанії. Основні ознаки обмеженості фінансових ресурсів та їх вплив на вартість компанії проілюстровано на рис 1.4.



Рис. 1.4. Основні ознаки обмеженості фінансових ресурсів та їх вплив на вартість компанії

Джерело: складено автором

Недоступність капіталу внаслідок високої його вартості призводить до відмови від інноваційних проєктів, зниження темпів збільшення фінансових витрат, знижує рентабельність та обмежує здатність компанії залучати ресурси для розвитку. Низький рівень фінансової стійкості під впливом зовнішніх чинників підвищує ризики банкрутства, ускладнює залучення додаткових коштів та

призводити до перебоїв у виробничих процесах, що призводить до втрати ринкових позицій. Низький рівень інвестиційної привабливості обмежує притік капіталу та зменшує фінансування перспективних проектів.

Обмеженість фінансових ресурсів є ключовим фактором, що впливає на здатність компанії досягати стратегічних цілей і збільшувати свою вартість. Впровадження сучасних методів управління фінансовими ресурсами, таких як оптимізація структури капіталу, диверсифікація джерел фінансування, підвищення ефективності управління грошовими потоками компанії та використання інноваційних технологій дозволить компаніям ефективно долати обмеження та створювати додаткову вартість.

Фінансові ресурси включають як власні кошти, так і зовнішні джерела фінансування (позиковий капітал, інвестиції), оптимальне використання яких дозволяє компанії збалансувати ризики та витрати капіталу для досягнення стійкого зростання і підвищення своєї вартості.

Однією з причин кризової ситуації багатьох українських компаній у нестабільній економіці є відсутність фінансового планування (бюджетування), ризик-менеджменту, роботи з оптимізацією структури активів і зобов'язань. Діяльність фінансових служб компанії повинна бути спрямована на пошук можливих внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування інвестиційних проектів та операційної діяльності, а також на вибір найбільш «вигідних» способів залучення цих коштів. Іноді фінансові ресурси варто формувати за рахунок збільшення власного капіталу, а в інших випадках – через додаткові кредити. Отже, фінансові служби компаній повинні визначати найбільш доцільні можливості фінансування для конкретних умов [91].

У сучасних умовах фінансового ринку неможливо віддавати перевагу лише одному джерелу фінансових ресурсів через низку негативних наслідків. Використання лише власних коштів обмежує зростання фінансового потенціалу компанії, тоді як застосування позикових і залучених коштів у великих обсягах, з

іншого боку, не тільки забезпечує можливість виживання та розвитку в умовах нестабільності, але й значно підвищує рівень ризику фінансової діяльності компанії. Для забезпечення безперервного виробництва та економічної діяльності кожна компанія має володіти достатніми фінансовими ресурсами, а їх структура повинна сприяти досягненню оптимального рівня рентабельності, зміцненню підтриманню достатнього рівня платоспроможності та підвищенню ринкової вартості загалом [92, с. 144]. Основні можливі джерела формування власних фінансових ресурсів наведені на рис. 1.5.



Рис. 1.5. Джерела власних фінансових ресурсів суб'єкта господарювання

Джерело: складено автором

Власний капітал є основним капіталом компанії. Кожна компанія повинна мати у своєму розпорядженні достатній обсяг власного капіталу, оскільки саме його можна з найбільшою впевненістю інвестувати в довгострокові проекти та піддавати максимальному рівню ризику [93, с. 82]. В умовах обмежених фінансових ресурсів компанії критично важливо ефективно управляти наявними джерелами власного капіталу, щоб забезпечити фінансову стійкість, підтримати операційну діяльність і сприяти зростанню вартості компанії:

- Використання статутного капіталу дозволяє компанії забезпечити базове фінансування операцій і продемонструвати кредиторам та інвесторам початкову

фінансову стабільність. Це знижує потребу в позикових ресурсах і допомагає уникнути додаткових витрат на обслуговування боргу, що позитивно впливає на фінансові показники компанії.

- Реінвестування нерозподіленого прибутку в компанію замість його розподілу між акціонерами допомагає уникнути витрат на залучення зовнішнього капіталу. Це джерело дозволяє фінансувати проекти, що сприяють зростанню, підвищуючи конкурентоспроможність і збільшуючи вартість компанії.

- Використання амортизаційних відрахувань як джерела фінансування оновлення основних засобів дозволяє компанії мінімізувати залучення додаткового капіталу для підтримання матеріально-технічної бази. Ефективне управління амортизацією знижує потребу в нових інвестиціях, зберігаючи стабільний рівень вартості компанії.

- Пайовий капітал, залучений від акціонерів, не створює обов'язків виплати процентів, що є перевагою перед позиковим капіталом. Ці кошти можуть бути спрямовані на стратегічний розвиток компанії або інновації, що збільшує її вартість.

- Залучення додаткових інвестицій через емісію нових акцій або переоцінку активів може збільшити ліквідність та забезпечити кошти на розвиток. Це дозволяє реалізовувати нові проекти або диверсифікувати бізнес без суттєвого збільшення позикових зобов'язань.

- Резервний капітал формується для покриття непередбачених витрат і може бути використаний для підтримки стабільності компанії в кризові моменти. Це забезпечує захист від ризиків, зменшує коливання грошових потоків і, як наслідок, стабілізує вартість компанії.

- Залучення цільових коштів дозволяє фінансувати проекти з обмеженим впливом на загальний капітал компанії. Використання таких ресурсів для конкретних ініціатив, наприклад, інноваційних чи соціально відповідальних проектів, може сприяти зростанню репутації та вартості компанії.

- Серед інших джерел можна визначити прямі доходи від продажу непрофільних активів чи інших фінансових операцій, що можуть слугувати як додаткове фінансування. Використання цих коштів на підтримку основної діяльності чи інвестиції в нові напрями дозволяє уникати ризиків, пов'язаних із залученням боргового капіталу.

Таким чином, використання власних джерел фінансування, хоча і забезпечує фінансову незалежність, має обмеження: часто обсяг таких ресурсів недостатній для масштабних проектів, що знижує фінансову гнучкість компанії. Відсутність податкових переваг у порівнянні з позиками збільшує податкове навантаження, а реінвестування прибутку може викликати невдоволення акціонерів, позбавлених дивідендів. Використання амортизаційних коштів здебільшого спрямоване на оновлення активів, а нестача диверсифікації джерел збільшує фінансові ризики в нестабільних економічних умовах.

Позиковий капітал є важливим компонентом капітальної структури, оскільки дозволяє компанії реалізовувати амбітні проекти без необхідності розпоряджатися власними ресурсами або збільшувати статутний капітал. Основні можливі джерела формування позикових фінансових ресурсів наведені на рис. 1.6.

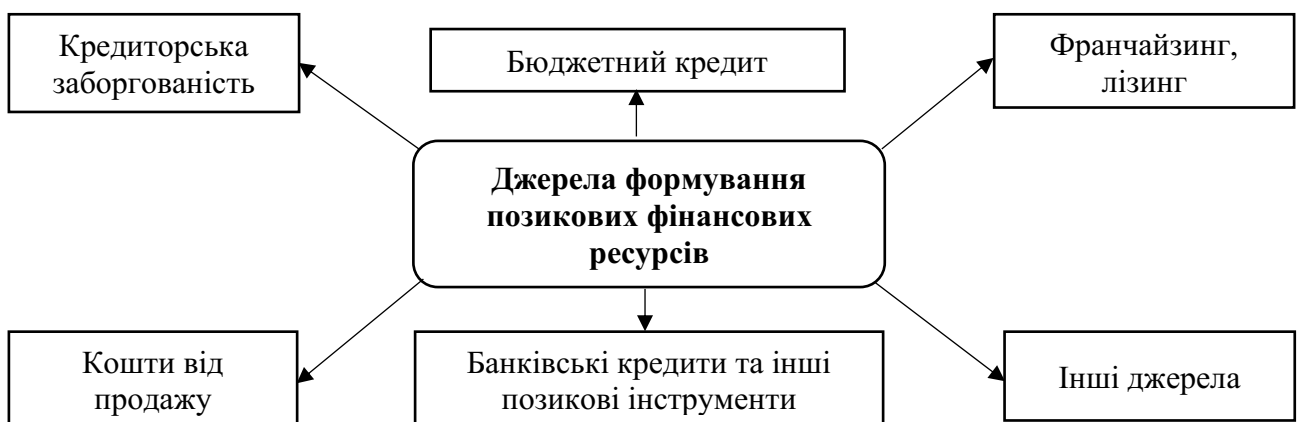


Рис. 1.6. Джерела позикових фінансових ресурсів суб'єкта господарювання

Джерело: складено автором

Роль джерел формування позикового капіталу в управлінні вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів надзвичайно важлива, оскільки вони забезпечують гнучкість і доступ до капіталу. За умов, коли компанія має обмежені власні фінансові ресурси, позиковий капітал стає інструментом для підвищення ліквідності та можливостей інвестицій. Позикові та залучені ресурси можуть ефективно підтримувати управління вартістю компанії, особливо за умов обмежених фінансових можливостей:

- Кредиторська заборгованість надає можливість відстрочити платежі за отримані товари чи послуги, що тимчасово зберігає обігові кошти. Це дозволяє спрямовувати ресурси на поточні потреби компанії, не відволікаючись на миттєві виплати, що особливо корисно для підтримання ліквідності.

- Бюджетний кредит забезпечує фінансування на вигідних умовах, що сприяє зниженню вартості капіталу та стимулює розвиток важливих проектів, які можуть підвищити конкурентоспроможність та вартість компанії. Використання таких позик допомагає зменшити витрати і зосередитися на прибуткових ініціативах.

- Облігації є ефективним способом залучити великі обсяги коштів без втрати контролю над компанією. Отримані кошти можна інвестувати в розширення бізнесу або нові проекти, що підвищують довгострокову вартість компанії. Випуск облігацій також сприяє диверсифікації джерел фінансування.

- Франчайзинг та фінансовий лізинг дозволяють розширити діяльність або оновити активи без значних початкових вкладень, знижуючи капітальні витрати. Це ефективний інструмент для компаній, які потребують інвестицій в основні засоби, але не можуть дозволити собі значні одноразові витрати.

- Банківські кредити та інші позикові інструменти забезпечують доступ до капіталу для інвестиційних проектів чи розширення діяльності. Раціональне використання кредитів допомагає компанії отримати високий прибуток від вкладених коштів, збільшуючи її вартість.

- Інші джерела, такі як гранти чи фонди, підтримують компанії у фінансуванні інновацій чи соціально важливих проектів, які можуть підвищити репутацію та вартість компанії у довгостроковому періоді.

Крім власних та позикових джерел формування фінансових ресурсів, існують також інші джерела, які не можна однозначно віднести до однієї з категорій. Наприклад, податковий кредит (відстрочка податкових платежів) дозволяє уникнути великих відрахувань і тимчасово розподілити кошти на продуктивні цілі, що надає більше гнучкості в короткостроковій перспективі для управління операційною діяльністю. Кошти дольової участі в інвестиційних проектах дозволяють компанії розподілити фінансовий ризик з партнерами, отримуючи доступ до більшого капіталу, що особливо корисно при обмежених фінансових ресурсах, оскільки інвестори можуть поділити ризики та витрати.

Таким чином, кожне джерело формування фінансових ресурсів має як позитивні, так і негативні риси, що призводить до різного впливу власних і позикових коштів на діяльність компаній. Наприклад, збільшення тільки обсягу власних фінансових ресурсів нівелює рівень ризиків, але стримує зростання прибутковості власних ресурсів – показник, що найбільше приваблює власників бізнесу. Але разом з тим залучення власних фінансових ресурсів супроводжується вищими витратами порівняно з альтернативними зовнішніми джерелами.

Досліджуючи тенденції структури формування фінансових ресурсів, їх використання та зв'язок із вартістю українських компаній, можна виділити наступні шляхи їх покращення:

- формування повноцінної інформаційної бази для відстеження фінансово-економічної діяльності компанії, що забезпечить обґрунтованість управлінських рішень та підвищення прозорості.

- оптимізація структури фінансових ресурсів із відбором найефективніших джерел фінансування, що сприятиме зниженню витрат та підвищенню рентабельності капіталу [94];

– забезпечення достатнього обсягу фінансових ресурсів для безперебійної діяльності компанії та своєчасного виконання зобов'язань перед партнерами й кредиторами;

– постійний моніторинг фінансових показників за ключовими критеріями, такими як платоспроможність, фінансова стійкість, ліквідність тощо, для забезпечення стабільного розвитку та зміцнення позицій компанії на ринку [95].

Якщо компанія забезпечила себе достатнім обсягом власних та позикових фінансових ресурсів, наступним кроком для підвищення ефективності його діяльності стає вміння оптимально розподіляти ці кошти. Найбільш поширеним підходом є класифікація за типами активів і витрат, що є раціональною основою для розподілу коштів [96, с. 83]. Основні напрями використання фінансових ресурсів подані на рис. 1.7.



Рис. 1.7. Напрями використання фінансових ресурсів суб'єкта господарювання

Джерело: складено автором

Якщо розглядати напрями використання фінансових ресурсів за видами активів, то їх можна поділити на 2 види – оборотні та необоротні. До напрямів

використання фінансових ресурсів на необоротні активи відносяться: основні засоби, нематеріальні активи, довгострокова дебіторська заборгованість, довгострокові фінансові інвестиції та інші необоротні активи. До напрямів використання фінансових ресурсів на оборотні активи відносяться: запаси, поточна дебіторська заборгованість, поточні фінансові інвестиції, грошові кошти та їх еквіваленти та інші оборотні активи.

Що стосується напрямів використання фінансових ресурсів за видами витрат, то їх можна поділити на 3 види. До фінансових витрат відносяться плата за кредитами і іншими позиковими інструментами, а також випуск та обіг власних цінних паперів. Класифікація операційних витрат є більш складною, та їх можна розділити на 3 види: виробничі, управлінські, та витрати на збут. К виробничим витратам відносяться: матеріальні витрати, витрати на оплату праці, відрахування на соціальні заходи та інші витрати. До управлінських витрат належать: адміністративні витрати, утримання загально-господарського персоналу та витрати на інформаційні та аудиторські послуги. До витрат на збут можна віднести транспортні витрати, зберігання продукції, реалізація товарів, страхування та рекламні заходи. Серед прикладів інших витрат можна привести вибуття активів та втрати від надзвичайних подій та аварій.

Раціональне використання фінансових ресурсів на пряму впливає на майбутній розвиток та потенціал економічного зростання компанії, адже це є одним із ключових факторів, що визначають рівень прибутковості. Важливим аспектом у цьому процесі є проведення детального аналізу якості використання ресурсів, що дозволяє оцінити динаміку змін у структурі фінансових потоків та їх оптимальність для ефективного управління.

На основі джерел формування та напрямів використання фінансових ресурсів можна визначати інструменти впливу, за допомогою яких можна здійснювати управління фінансовими ресурсами компанії. Такі інструменти управління, які можуть бути використані в умовах їх обмеженості, представлені у табл. 1.11.

Таблиця 1.11

Інструменти управління фінансовими ресурсами компанії

Управління формуванням фінансових ресурсів	Управління внутрішньогосподарським оборотом фінансових ресурсів	Управління використанням фінансових ресурсів
Політика розподілу прибутку	Аналіз і планування фінансових ресурсів	Фінансування операційної діяльності
Політика залучення банківських кредитів	Система фінансових нормативів та регламентів	Фінансування інвестиційної діяльності
Політика управління кредиторською заборгованістю	Регулювання і стимулювання	Кредитування контрагентів
Емісійна політика	Інформаційне забезпечення	Безвідплатне та благодійне фінансування
Амортизаційні політика	Бюджетування	Розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів через використання фінансових інструментів
Політика управління фінансовими ризиками	Облікова політика	
	Оцінка активів та розподіл витрат	

Джерело: складено автором на основі [97, с. 333]

Для максимізації вартості компанії та її подальшого розвитку необхідно використовувати всі доступні інструменти управління фінансовими ресурсами. Але для цього необхідний системний підхід до управління цими ресурсами, який дозволить відстежувати ефективність використання даних інструментів та вплив управлінських рішень на ключові показники компанії. Формування системного підходу до управління фінансовими ресурсами компаній за умов обмеженості цих ресурсів включає ряд послідовних етапів, які мають свою внутрішню логіку:

– встановлення цілей управління фінансовими ресурсами – формування цільових показників, які відповідають основному завданню – максимізації вартості компанії з урахуванням обмеженості доступних ресурсів;

– аналіз поточного стану фінансових ресурсів: дослідження фінансового стану, закономірностей і тенденцій у використанні ресурсів, що допомагає виявити найбільш ефективні та менш ризиковані підходи для підвищення вартості компанії;

- розробка фінансової політики та стратегії компанії, що полягає в визначенні основних підходів та напрямків, які дозволяють досягти збільшення вартості, з урахуванням можливостей залучення капіталу та ефективного розподілу ресурсів;
- створення методичного інструментарію для прийняття управлінських рішень щодо формування та раціонального використання фінансових ресурсів, що включає алгоритми та моделі для аналізу чутливості, оцінки фінансових ризиків та обґрунтування інвестиційних рішень;
- розробка внутрішніх регламентів і нормативів, тобто документів, що визначають стандарти реалізації фінансових рішень, коригування фінансових операцій, і забезпечують гнучкість у реагуванні на зміни ринкових умов;
- встановлення базових показників аналізу фінансових ресурсів – визначення ключових індикаторів для оцінки ефективності використання ресурсів та результатів управлінських рішень з урахуванням цілей максимізації вартості, а також встановлення методів розрахунку, інтерпретації цих показників, термінів та періодичності проведення аналізу;
- розробка ресурсних нормативів та інструментів для планування та прогнозування, що полягає в розробці стандартів щодо обсягів та розподілу фінансових ресурсів, які дозволяють забезпечити стійкість та гнучкість фінансових потоків в умовах обмеженого капіталу;
- впровадження системи контролю за фінансовими ресурсами – моніторинг формування, розподілу та використання фінансових ресурсів для забезпечення прозорості управлінських дій і підтримки досягнення поставлених цілей щодо зростання вартості компанії;
- організація управлінського обліку та фінансового моніторингу – система контролю, яка забезпечує раціональне використання ресурсів у процесах операційної, інвестиційної та фінансової діяльності компанії, сприяє своєчасній адаптації до змін і максимізації вартості бізнесу.

Фінансові менеджери компанії мають обирати оптимальний баланс зовнішніх та внутрішніх фінансових ресурсів, зосереджуючи увагу на таких аспектах: яку частку прибутку відправити до накопичувального фонду, а яку – до фонду споживання; як найкраще використовувати кошти (розпочати нове виробництво чи купити акції іншої компанії); де інвестувати ефективніше (наприклад, купувати матеріали по мірі потреби чи з запасом на майбутнє); як збільшити вартість коштів (шляхом емісії власних акцій чи кредитування).

Для ефективного функціонування даного системного підходу в умовах обмеженості фінансових ресурсів, фінансова політика компанії має охоплювати такі ключові аспекти:

- політика управління оборотними активами, кредиторською та дебіторською заборгованістю повинна бути орієнтована на мобілізацію і раціональне використання наявних фінансових ресурсів. Ця політика спрямована на мінімізацію витрат на залучення капіталу через зовнішні джерела та на максимізацію доступних ресурсів для підтримки поточної діяльності;
- інвестиційна політика має забезпечувати створення, придбання та оновлення активів, які сприяють довгостроковому економічному зростанню компанії та підвищенню її вартості. Оптимальне управління інвестиціями дозволяє ефективно розподілити ресурси для розвитку стратегічно важливих напрямів бізнесу;
- кредитна політика, що орієнтована на зниження витрат на обслуговування та залучення кредитних ресурсів, що дозволяє мінімізувати фінансовий тиск на компанію. Раціональне використання позикових коштів сприяє підвищенню рентабельності власного капіталу, одночасно підтримуючи фінансову гнучкість компанії;
- облікова політика, яка спрямована на забезпеченість компанії точною і своєчасною інформацією про фінансові потоки, що необхідна для прийняття обґрунтованих управлінських рішень. Ефективне управління обліком сприяє

розумінню реального фінансового стану компанії, що є основою для максимізації її вартості;

- податкова політика має бути направлена на використання чинних податкових пільг і зниження витрат на виконання податкових зобов'язань, що дозволяє вивільнити додаткові ресурси для інвестування [98];

Кожен з цих аспектів фінансової політики працює на досягнення стратегії максимізації вартості бізнесу, забезпечуючи ефективний розподіл ресурсів та підтримуючи фінансову стабільність компанії навіть в умовах обмеженого капіталу.

Таким чином, ефективний системний підхід до управління фінансовими ресурсами за умов обмеженості цих ресурсів є необхідною умовою здійснення діяльності українських компаній. Основним завданням фінансових менеджерів має бути вибір оптимальної стратегії формування та використання фінансових ресурсів компанії, що забезпечить прибутковість, платоспроможність та дозволить визначити джерела виникнення фінансових ризиків. Розробка та використання компаніями ефективного системного підходу до управління фінансовими ресурсами за умов їх обмеженості дозволить покращити фінансовий стан, а також максимізувати вартість.

Висновки до розділу 1

Проведене теоретично-методичне дослідження засад управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів надало можливість сформулювати наступні висновки:

1. Досліджено етапи еволюції та встановлено особливості економічної сутності вартості компанії, на основі яких виділено основні наукові підходи до визначення поняття вартості компанії: ціновий, адитивний, комплексний, стратегічний, ціннісний та зовнішній. Аналіз основних підходів до визначення

поняття вартості компанії показав, що: ототожнення вартості компанії з її ринковою ціною є недостатньо обґрунтованим, оскільки це призводить до втрати об'єктивної основи цього показника; недоцільно прирівнювати вартість компанії до її балансової вартості, оскільки це призводить до надмірної консервативності при визначенні вартості компанії та орієнтовано тільки на ретроспективні дані; використання лише матеріальних критеріїв для оцінки вартості компанії є невиправданим, оскільки це ігнорує важливість нематеріальних активів; традиційну фінансову звітність необхідно доповнити нефінансовими показниками, які відображають чинники, що впливають на створення вартості.

2. Визначено функції вартості компанії, а саме: інтеграція ключових фінансових показників з урахуванням нефінансових чинників; відображення актуальної вартості компанії з урахуванням майбутніх перспектив розвитку; свідчення рівню ефективності управлінських рішень; показник стабільності та перспектив сталого розвитку компанії.

3. Запропоновано визначення вартості, а саме, вартість компанії – це складна система взаємовідносин як у середині компанії, так й з зовнішнім середовищем з приводу формування об'єктивної сукупної цінності компанії, яка відображає здатність компанії генерувати фінансові та нефінансові результати, ефективно використовувати фінансові ресурси та може бути розрахована та використана для досягнення довгострокового розвитку. Дане визначення вартості компанії, на відміну від існуючих, дозволяє врахувати взаємозв'язок внутрішнього та зовнішнього середовища компанії, вплив ключових фінансових і нефінансових чинників, унікальність компанії, надає можливість комплексно підійти до процесу оцінки вартості компанії та надати науково-методичні рекомендації щодо оптимального управління вартістю компанії.

4. Узагальнено і проаналізовано методи витратного підходу до оцінки вартості компанії, а саме: чистої балансової вартості, скоригованої балансової вартості, відновної вартості, чистих активів, вартості заміщення та ліквідаційної

вартості. Виявлено, що методи витратного підходу дають можливість оцінити матеріальну складову вартості компанії – фізичний, фінансовий капітал та лише частину нематеріальної, а саме – інтелектуальну власність, у той час, як інші складові: людський, соціальний, інший організаційний та зовнішній капітал, залишаються недооціненими.

5. Узагальнено і проаналізовано методи доходного підходу до оцінки вартості компанії, а саме: капіталізації чистого доходу, дисконтування грошових потоків, дисконтування дивідендів та скоригованої поточної вартості. Визначено, що доходний підхід є ключовим для оцінювання вартості компанії завдяки застосування значного обсягу статистичної інформації та тісному зв'язку з реальними факторами операційної, фінансової та інвестиційної активності бізнесу. Виявлено недоліки цих методів, а саме: складність прогнозування майбутньої діяльності компанії та можливість маніпулювання вартістю компанії в залежності від суб'єкта оцінки, що впливає на достовірність отриманих результатів.

6. Узагальнено і проаналізовано методи порівняльного підходу до оцінки вартості компанії, а саме: мультиплікаторів, порівняння продажів, галузевих коефіцієнтів. З'ясовано, що порівняльний підхід базується на ретроспективній інформації та відображає вплив попиту та пропозиції на вартість компанії, оскільки фактична ціна угоди враховує поточну ринкову ситуацію. Недоліками порівняльного методу є ігнорування довгострокових перспектив розвитку та необхідність наявності доступної й різнобічної фінансової інформації для вибірки компаній-аналогів, а також врахування і коригування відмінностей між ними.

7. Узагальнено і проаналізовано методи синтетичного підходу до оцінки вартості компанії, а саме: опціону, Едвардса-Белла-Ольсона та економічного прибутку. Виявлено, що синтетичні моделі оцінки є комбінацією традиційних підходів до оцінки вартості компанії. Обґрунтовано, що ці методи не повною мірою задовольняють реалії оцінки компаній в сучасних умовах української економіки,

тому що застосування цього підходу потребує інформацію, яку важко, або зовсім неможливо отримати.

8. Запропоновано визначення фінансових ресурсів компанії, а саме, фінансові ресурси компанії – це сукупність усіх доступних грошових коштів та капіталу, що може бути використаний для підтримки операційної діяльності, фінансування проектів, погашення зобов'язань і реалізації стратегічних цілей з метою максимізації вартості компанії. В умовах обмежених фінансових ресурсів ключовим завданням менеджменту стає ефективне управління наявними коштами, оптимальне використання яких дозволяє компанії збалансувати ризики та витрати для досягнення стійкого зростання і підвищення своєї вартості.

9. Досліджено фактор обмеженості фінансових ресурсів в управлінні вартістю компанії. Виділено ознаки обмеженості фінансових ресурсів, серед яких: неможливість залучення фінансових ресурсів з усіх джерел внаслідок високої вартості капіталу; низький рівень фінансової стійкості компанії під впливом зовнішніх чинників; низький рівень інвестиційної привабливості компанії.

10. Сформовано системний підхід до управління фінансовими ресурсами компанії, етапи якого включають: встановлення цілей управління фінансовими ресурсами; аналіз поточного стану фінансових ресурсів; розробку фінансової політики та стратегії компанії; створення методичного інструментарію для прийняття управлінських рішень щодо формування та раціонального використання фінансових ресурсів; розробку внутрішніх регламентів і нормативів; встановлення базових показників аналізу фінансових ресурсів; розробку ресурсних нормативів та інструментів для планування та прогнозування; впровадження системи контролю за фінансовими ресурсами; організацію управлінського обліку та фінансового моніторингу.

Отримані у першому розділі результати дисертаційного дослідження частково висвітлені у працях автора [6, 19, 31, 42, 65, 68, 91, 98].

РОЗДІЛ 2. ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ ЗА УМОВ ОБМЕЖЕНИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ

2.1. Аналіз фінансового стану ІТ-компаній як невід’ємна складова управління їх вартістю

На сучасному етапі економічного розвитку головними умовами життєздатності компанії є стабільний розвиток на конкурентному ринку та стійкість до зовнішніх коливань. Правильна оцінка фінансової стійкості компанії в сучасних умовах потрібна не тільки керівництву та власникам, а й державним органам, партнерам, кредиторам та інвесторам.

Результати аналізу економічного стану технологічного сектору свідчать, що одним із найбільш перспективних сегментів ІКТ-ринку України є сегмент ІТ-послуг, тобто сектор ІТ-індустрії, де сама послуга є об’єктом на ринку інформаційних технологій. Статистичні показники дають підстави стверджувати, що внесок ІТ-ринку в економіку України протягом останніх 10 років щороку зростає, тож питання фінансового стану даної індустрії є надзвичайно актуальним, адже ця індустрія може дати значний поштовх розвитку економіки всієї країни. Українська ІТ-індустрія демонструвала значний ріст за 2021-2022 роки, незважаючи на виклики, пов'язані з COVID-19 та війною. ІТ-галузь і особливо сегмент ІТ-послуг – один із небагатьох напрямів української економіки, який зміг не лише зберегти обсяги експорту, а й наростити їх. Однак, другий рік повномасштабної війни перервав 13-річний період безперервного зростання в індустрії [101]. Водночас, ІТ-індустрія – це єдина експортна галузь, яка не споживає природних ресурсів і не вимагає великих капіталовкладень [102]. Незважаючи на стабілізаційні заходи, що вживаються урядом України з метою підтримки банківського сектору та забезпечення ліквідності українських банків і компаній, існує невизначеність щодо можливості доступу до джерел капіталу для багатьох

суб'єктів господарювання, що може вплинути на фінансовий стан, результати діяльності, економічні перспективи та призвести до зниження вартості, у тому числі ІТ-компаній. Динаміку ІТ-експорту з 2010 до 2023 рр. наведено на рис. 2.1.

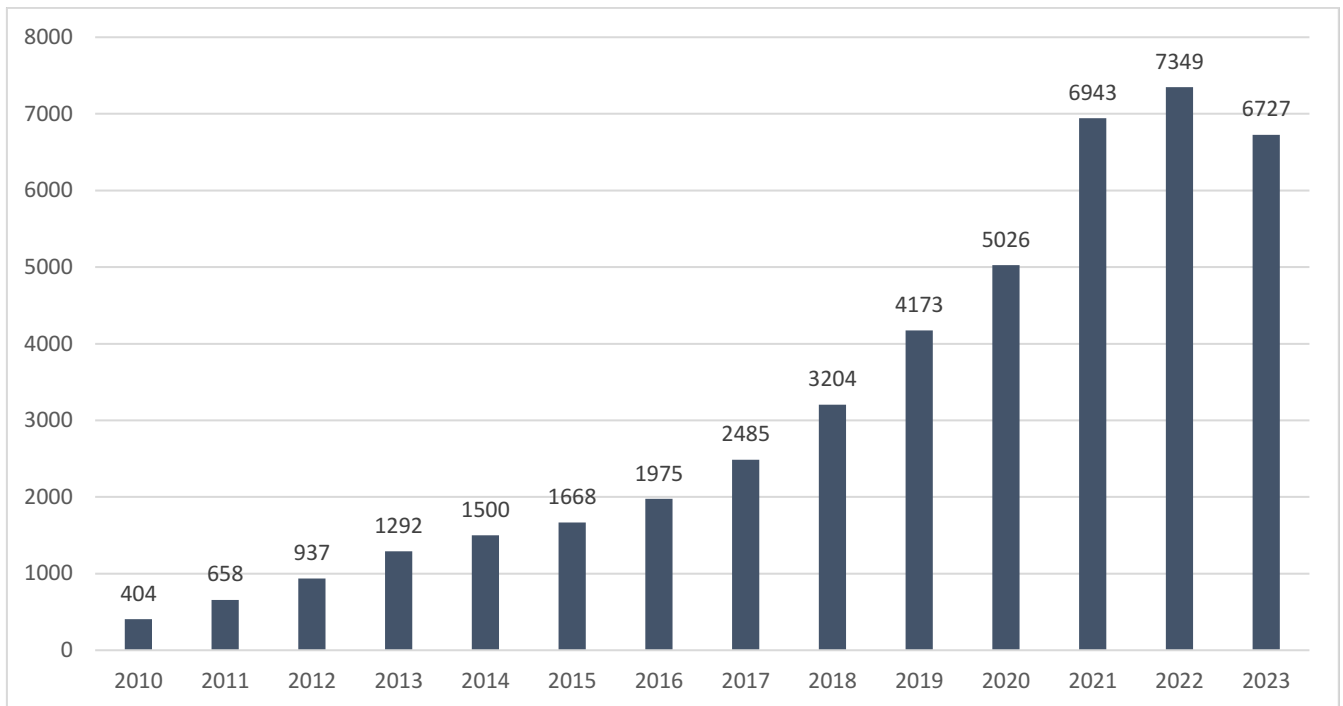


Рис. 2.1. Динаміка ІТ-експорту з 2010 до 2023 рр., млрд. \$

Джерело: розраховано автором на основі [101]

Питома вага експортних операцій ІТ-сектора у загальному обсязі експортних операцій склала 13,2% в 2023 році, що свідчить про значні перспективи даної галузі. Вочевидь, разом із зростанням обсягів експортно-імпортних операцій, імпорт в Україну в останні роки хронічно випереджає експорт, а їх різниця сягає часом 8% ВВП [103].

У попередні роки серед наявних проблем ІТ-індустрії дослідники відзначали такі складові, як політично-економічна криза, загострена політична ситуація, що супроводжується високим рівнем корупції та неефективними реформами, а також призводить до зменшення інвестиційної привабливості та створення негативного іміджу країни. Варто додати слабку законодавчу базу, яка не здатна надати

потрібний захист інтелектуальних прав на розробку програмного забезпечення [104]. Незважаючи на існуючі проблеми, ІТ-індустрія стрімко зростала протягом цього періоду. Зокрема, за структурою, частка ІТ у ВВП країни становила 3,5% у 2010 році, тоді як у 2017 ця цифра зросла до 4,4% [104]. Так, у період з 2013 по 2018 рр. обсяг ринку ІТ-послуг України зріс на 180% та у 2017 році становив 3,6 млрд. дол. США [103]. У динаміці платіжного балансу України експорт комп'ютерних послуг зріс на 30,2% у 2019 році порівняно з попереднім роком і склав 4,17 млрд. дол. США. У кризовому 2020 році галузь зросла на 19% порівняно з 2019 [105]. За останні роки політична та економічна ситуація в Україні зазнала значної турбулентності. Правова, податкова та нормативно-правова база продовжують розвиватися, але піддаються різному тлумаченню та частим змінам, що разом з іншими правовими та фіскальними перешкодами додають проблем, з якими стикаються компанії, що працюють в Україні. Динаміка ІТ-експорту в порівнянні з обсягом загального експорту товарів та послуг за 2010-2023 рр, відображена на рисунку 2.2.

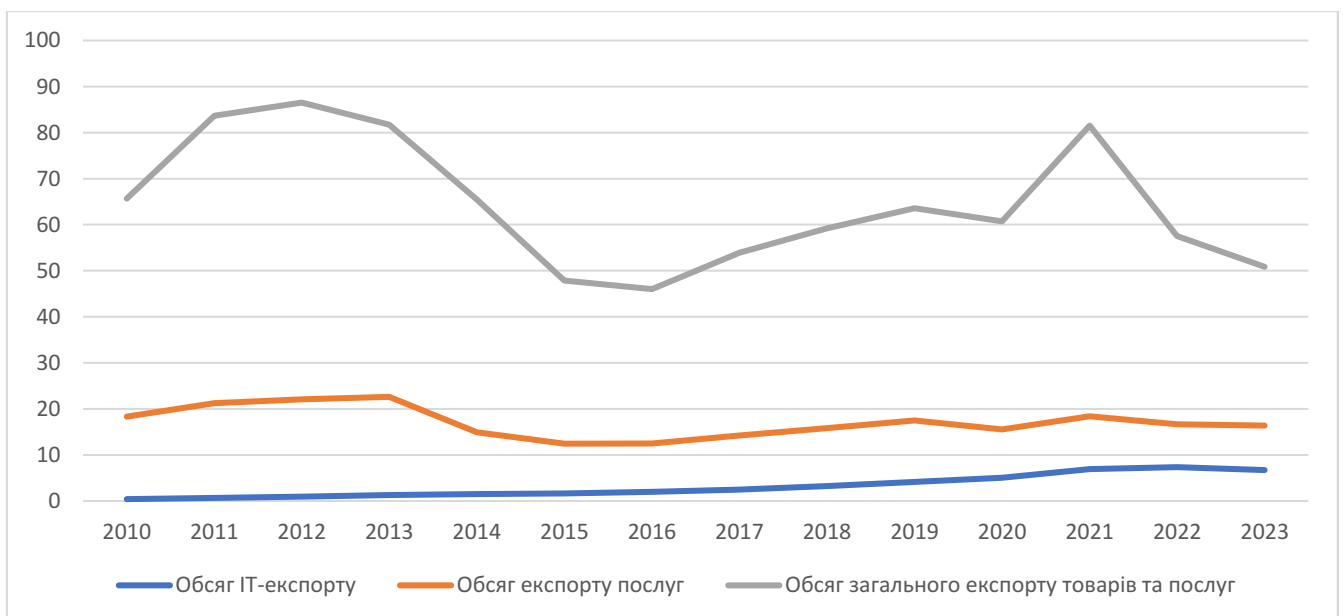


Рис. 2.2. Динаміка ІТ-експорту в порівнянні з обсягом загального експорту товарів та послуг за 2010-2023 рр., млрд. \$

Джерело: складено автором на основі [101]

У 2023 році загальний обсяг експорту товарів і послуг зменшився на 13%, експорту послуг – на 1,3%. Частка ІТ в експорті послуг уперше за багато років знизилася (до \$6,7 млрд. грн), а не зросла, але все ще сягає показника понад 40%. Крім ІТ, значну частку в експорті послуг займає транспорт – \$3,7 млрд, а також інші ділові послуги – майже \$3 млрд [101].

Аналіз фінансових ресурсів сервісних ІТ-компаній свідчить про наявність суттєвих обмежень до їх доступності та ефективності використання. Основну частину власного капіталу цих компаній становить нерозподілений прибуток. Негативні зовнішні фактори, такі як інфляція, ризик втрати активів та блекаути, підвищують рівень ризиків для компаній, що, у свою чергу, ускладнює залучення інвестицій. Більшість ІТ-компаній уникають банківських позик і грантів, покладаючись переважно на кредиторську заборгованість як основне джерело позикового капіталу. Така структура фінансування знижує гнучкість у забезпеченні ліквідності та ускладнює інвестиції у розвиток.

Через специфіку діяльності ІТ-компаній, що базується на використанні інтелектуального капіталу та можливості дистанційної роботи, виробничі процеси компанії не потребують значних приміщень чи спеціального обладнання, тому необоротний капітал не є ключовим елементом балансу, як в традиційних галузях. Серед оборотного капіталу у компаній виділяються лише дебіторська заборгованість і грошові кошти та їх еквіваленти, тоді як запаси, поточні фінансові інвестиції, та інші оборотні активи відіграють мінімальну роль у діяльності ІТ-компаній. Таким чином, фінансові ресурси ІТ-компаній є обмеженими з точки зору залучення позикового капіталу та накопичення власного капіталу, що ускладнює процес управління вартістю ІТ-компаній.

Вирішення даних питань потребує удосконалення алгоритму управління вартістю компанії. Початковим етапом управління вартістю компанії є встановлення мети управління вартості компанії. Мета даного управління полягає у підвищенні вартості компанії з урахуванням фактору обмежених фінансових

ресурсів, що дозволить забезпечити довгострокове зростання компанії при збереженні фінансової гнучкості. Алгоритм управління вартістю компанії пропонується на рис. 2.3.



Рис. 2.3. Алгоритм управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів

Джерело: складено автором

Наступний етап алгоритму управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів полягає в аналізі обраної галузі та фінансового стану компанії.

Для ІТ-індустрії 2021 рік був періодом активного зростання. Український ІТ-сектор, зокрема аутсорсинг, показував стабільні темпи росту. Потреба у діджиталізації бізнес-процесів продовжувала зростати у всьому світі, що збільшує попит на експертизу інженерів. Українська ІТ-галузь за підсумками 2021 року зросла на 36%. Це відбулося як завдяки зростанню попиту на глобальному ринку, так і збереженню високої якості та конкурентної ціни, навіть при переході на повністю віддалений режим роботи. Експорт ІТ-послуг становив близько \$6.8 млрд у 2021 році (проти \$5 млрд 2020 року), що забезпечило галузі вагоме місце серед ключових експортних напрямків України. Серед основних гравців — компанії, такі як ЕРАМ, ТОВ «Люксофт Солюшнс», GlobalLogic та ТОВ «Сіклум», які продовжували активно розширюватися як на українському, так і на міжнародному ринку [106].

У 2022 році, в результаті вторгнення Росії в Україну, українська економіка зіткнулася з суттєвими труднощами, пов'язаними насамперед із скороченням надходжень до бюджету, збільшенням військових витрат та необхідністю фінансування соціальних потреб. У результаті ВВП країни впав приблизно на 30,3%, річна інфляція зросла до 26,6%, а безробіття досягло 25% від довоєнного рівня, посилювалися процеси міграції. Для стримування інфляції Національний банк України підвищив облікову ставку до 25%. Зовнішня фінансова допомога в розмірі 32 мільярдів доларів США та значні зобов'язання з подальшої фінансової підтримки відіграли життєво важливу роль і зробили значний внесок у фінансову стабільність в Україні [107].

Усе вищезазначене призвело до скорочення місячного експорту ІТ-послуг з України з близько 1 млрд доларів США в січні 2022 року до близько 0,6 млрд доларів США в грудні 2022 року. Падіння експортних продажів було пов'язано, у першу чергу, зі зменшенням чисельності ІТ-спеціалістів, що перебували в Україні [106]. Українським компаніям довелося екстрено ухвалювати низку рішень для збереження бізнесу. У поточних обставинах керівництво ІТ-компаній розглянуло

різні варіанти подій, які включали несприятливі, але вірогідні сценарії, пов'язані з наслідками військових дій в Україні. Наприклад, компанія ТОВ «Сіклум» запустила комплексний план безперервності бізнесу, який дозволив переселити більшу частину спеціалістів зі східної, південної та центральної частини України в безпечніші місця за кордоном або в західну частину України. Наступним кроком компанія запустила програму заощадження, щоб скоротити несуттєві витрати для покриття витрат, пов'язаних з безперервністю бізнесу, а також для забезпечення самофінансування компанії [119].

Незважаючи на дані фактори, ІТ-сектор продовжував зростати. У 2022 році ІТ-компанії заробили для української економіки \$7,34 млрд. При цьому обсяг експорту зріс на 5,8% (або на \$412 млн.) порівняно з 2021 р. Про це свідчать дані Асоціації «ІТ Україна», що посилається на статистику НБУ [108]. У воєнному 2022 році сума виторгу (чистого доходу) ІТ-компаній була вдвічі більше, ніж у довоєнному – 103 млрд. грн. Зростання стало можливим завдяки високому попиту на технологічні рішення в фінансових, хмарних та кібербезпекових сегментах. Значну частину доходів приносили аутсорсингові послуги, а також розвиток фінтех-стартапів. У цей період деякі компанії перейшли на режим оптимізації витрат, що включало зниження зарплат молодших спеціалістів, проте зарплати для досвідчених працівників залишалися стабільними або навіть зростали в певних нішах [110].

Учасники ІТ-ринку загалом визначають, що 2022 рік був складним. Експортна виручка української індустрії дещо впала, але менше, ніж на інших ринках під час війни. Також на ситуацію впливає загальна світова рецесія, оскільки компанії зменшують витрати на ІТ після їх зростання під час пандемії COVID-19. Так, наприклад, у 2022 році великі світові технологічні компанії скоротили 160 тис. працівників, а у 2023 році – 154 тис. працівників лише за перший квартал. Для ІТ-індустрії водночас утворилося багато несприятливих обставин. Головні серед них: військові дії, високі облікові ставки, рецесія після зростання у час пандемії COVID-

19 та здатність штучного інтелекту кодувати [111]. Темпи зміни ІТ-експорту за 2011-2023 рр. представлено на рис. 2.4.

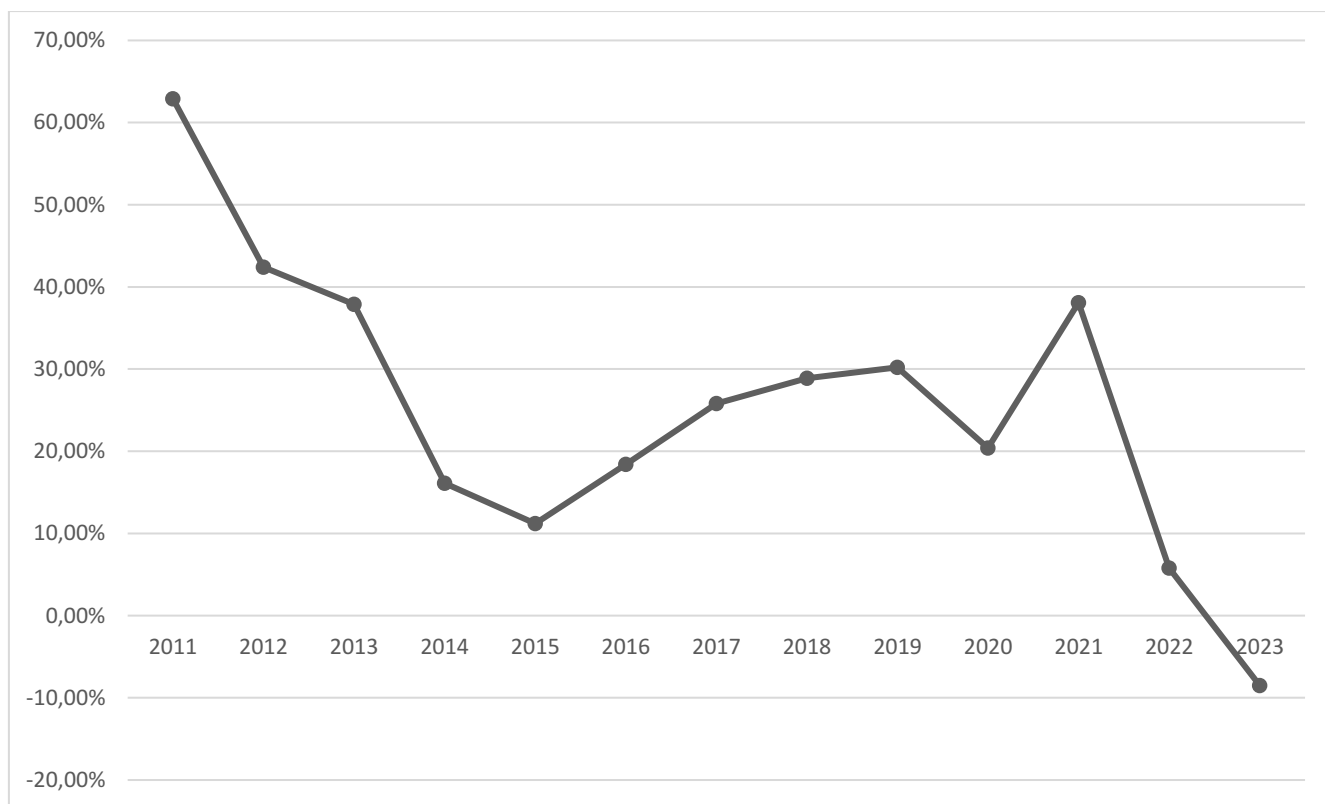


Рис. 2.4. Темпи зміни ІТ-експорту за 2011-2023 рр., %

Джерело: розраховано автором на основі [113]

У 2023 році експорт українських ІТ-послуг знизився на 8,5%, досягнувши \$6,7 млрд, згідно з даними Національного банку. Незважаючи на це, технологічний сектор залишається найбільшим серед експортних галузей України, становлячи близько 13% від загального експорту. Серед основних причин спаду можна назвати відсутність чіткої процедури бронювання та можливості виїзду ІТ-спеціалістів за кордон. Крім того, значним фактором є глобальні економічні труднощі [112].

Від початку 2022 року кількість українських компаній, що надають ІТ-послуги, зросла з 533 у січні 2022 року до 544 у грудні 2023 року. При цьому їх відсоток за кількістю в структурі ІТ-ринку України за той же період збільшився з 23,86% до 24,04% [112]. Кількість ІТ-фахівців, які працюють в Україні, у 2023 році

зросла приблизно на 2,7% і сягнула 346,2 тис. осіб. Загалом, з 2018 р. до 2023 р. кількість ІТ-фахівців в Україні зросла на 78,4%, як зазначено в дослідженні Digital Tiger: the Power of Ukrainian IT [114]. При цьому 58% українських ІТ-компаній мали випадки розірвання контрактів із початком повномасштабного вторгнення, йдеться в дослідженні IT Research Ukraine станом на 2023 рік. З них ще 24% втратили через це понад 41% доходу. Оскільки майже 93% українських ІТ-компаній працюють на зовнішній ринок, галузь опинилась у складній конкуренції з іншими світовими технохабами [115].

Обсяги податків, сплачених ІТ-індустрією, поступово зменшились: станом на 1 січня 2022 року сплачено \$1,018 млрд, на 1 січня 2023 року – \$996,7 млн, а на 1 січня 2024 року – \$982,6 млн [115]. Кількість угод злиття та поглинання (M&A) у сфері ІТ у 2022 році зменшилася з 19 угод на \$146 млн до 11 угод на \$161,2 млн у 2023 році [115].

Стабільність української економіки та її подальший розвиток значною мірою залежить від впливу дій уряду спрямованих на формування податкової, бюджетної, грошово-кредитної політики та на реформування адміністративної та правової систем. Ключовим ризиком є продовження бойових дій, що визначатиме необхідність тривалої роботи економіки в екстремальних умовах, загрожуватиме поглибленням її падіння та збільшуватиме потребу в допомозі від партнерів. Внаслідок зазначених факторів економічна діяльність в Україні для ІТ-компаній пов'язана з ризиками, які не є типовими для розвинених країн.

Для аналітичного дослідження було обрано 10 глобальних сервісних ІТ-компаній, які мають найбільші чистий дохід від реалізації продукції та прибуток (чистий фінансовий результат) за період 2021-2023 років (табл. 2.1). П'ять найбільших компаній (ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна», ТОВ «Люксофт Солюшнс», ТзОВ «ІТ» «Інтелліас» та ТОВ «Сіклум») забезпечили близько 20% з 7,3 млрд дол. США ІТ-експорту у 2022 році [109].

Таблиця 2.1

Найбільші ІТ-компанії України за чистим доходом, 2021-2023 рр.

Юридична назва компанії	Чистий дохід ІТ-компаній за 2021-2023 роки, тис. грн		
	2021	2022	2023
ТОВ «Епам Системз»	14 701 899	20 212 715	12 616 190
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	7 708 009	11 515 158	11 417 253
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	3 648 958	5 940 120	5 876 080
ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас»	2 276 046	4 067 410	4 334 182
ТОВ «Сіклум»	4 063 443	4 819 082	3 830 753
ТОВ «Інфопульс Україна»	2 663 542	3 361 099	3 232 206
ТОВ «Логіка ЛТД»	2 221 645	2 994 003	2 541 625
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	1 091 864	1 288 255	2 128 776
ТОВ «Сігма Софтвеа»	1 513 689	1 987 053	1 795 747
ТОВ «Естаунд Коммерс»	1 074 621	1 479 462	1 386 085

Джерело: складено автором на основі [116-125]

Як можна бачити з даних таблиці, представлений ІТ-бізнес зростав протягом 2022 року, незважаючи на війну в Україні, але майже всі компанії зазнали скорочення чистого доходу у 2023 році:

- чистий дохід ТОВ «Епам Системз» скоротився на 38%, до 12,6 млрд грн, тоді як у 2022 році виторг склав 20,2 млрд. грн, що було вищим за показник попереднього періоду на 37%.

- ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» зафіксувала незначне зменшення чистого доходу на 1%, досягнувши 11,4 млрд грн, після зростання на 49% у 2022 р.

- чистий дохід компанії ТОВ «Люксофт Солюшнс» залишився майже незмінним (на рівні 5,9 млрд грн), але у 2022 році дохід був на 63% вищий порівняно з 2021 роком.

- ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас» продемонстрував зростання чистого доходу на 5%, досягнувши 4,3 млрд грн, що значно відрізняється від приросту на 79% у 2022 році.

- ТОВ «Сіклум» зазнав найбільшого скорочення чистого доходу після ТОВ «Епам Системз» – на 21%, що зменшило його до 3,8 млрд грн, у той час як у 2022 році він збільшився на 19%.

- ТОВ «Інфопульс Україна» зменшила чистий дохід майже на 6%, що склало 3,2 млрд грн, порівняно зі зростанням на 26% у 2022 році.

- чистий дохід ТОВ «Логіка ЛТД» у 2023 році зменшився на 15% (до 2,5 млрд грн) порівняно з 2022 роком, де було зафіксовано зростання на 35%.

- ТзОВ «СофтСерв Індустрія» є єдиною ІТ-компанією в аналізі, чистий дохід якої у 2023 року значно збільшився по відношенню до 2022 року – з 1,3 млрд грн до 2,1 млрд грн, що свідчить про зростання цього показника на 65%.

- чистий дохід ТОВ «Сігма Софтвеа» скоротився на 10% – до 1,8 млрд грн у 2023 році в порівнянні з 2 млрд грн та зростанням на 31% у 2022 році;

- ТОВ «Естаунд Коммерс» зафіксувала зменшення чистого доходу на 6% (до 1,4 млрд грн), після зростання на 38% у 2022-му.

Динаміка чистого прибутку обраних ІТ-компаній за 2021-2023 роки відображена у табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Найбільші ІТ-компанії України за чистим прибутком, 2021-2023 рр.

Юридична назва компанії	Чистий прибуток ІТ-компаній за 2021-2023 роки, тис. грн		
	2021	2022	2023
ТОВ «Епам Системз»	1 198 502	3 443 159	1 310 858
ТОВ «ГлобалЛюджик Україна»	470 979	1 138 589	904 336
ТОВ «Інфопульс Україна»	342 492	522 751	387 036
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	152 819	292 111	300 590
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	108 828	213 626	255 016
ТОВ «Сігма Софтвеа»	117 653	152 397	226 986
ТОВ «Логіка ЛТД»	168 551	195 830	206 189
ТОВ «Естаунд Коммерс»	61 328	132 385	150 114
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	65 451	99 884	146 646
ТОВ «Сіклум»	65 164	96 320	90 174

Джерело: складено автором на основі [116-125]

У 2023 році чистий прибуток ТОВ «Епам Системз» скоротився на 62%, до 1,31 млрд грн, після того як у 2022 році він становив 3,44 млрд грн. Варто зазначити, що попереднього року компанія демонструвала значне зростання на 187%, коли прибуток зріс з 1,2 млрд грн у 2021 році.

ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» також зафіксувала скорочення прибутку у 2023 році, яке становило 21%, до 904 млн грн. Однак у 2022 році компанія досягла суттєвого зростання на 142%, піднявши свій прибуток до 1,14 млрд грн у порівнянні з 471 млн грн у 2021 році.

ТОВ «Інфопульс Україна» завершила 2023 рік зі зниженням чистого прибутку на 26%, до 387 млн грн, після зростання на 53% у 2022 році, коли прибуток компанії досяг 523 млн грн проти 342 млн грн у 2021 році.

У ТОВ «Люксофт Солюшнс» динаміка прибутку була стабільнішою. У 2023 році компанія показала незначне зростання на 3%, до 301 млн грн, після збільшення на 91% у 2022 році, коли чистий прибуток зріс з 153 млн грн у 2021 році до 292 млн грн.

ТзОВ «ІТ» «Інтелліас» продовжила демонструвати позитивну динаміку прибутку у 2023 році, збільшивши його на 19%, до 255 млн грн. У 2022 році компанія показала зростання на 96%, коли чистий прибуток досяг 214 млн грн у порівнянні з 109 млн грн у 2021 році.

У ТОВ «Сігма Софтвеа» прибуток у 2023 році зріс на 49%, до 227 млн грн, після більш скромного зростання на 30% у 2022 році, коли чистий прибуток компанії становив 152 млн грн проти 118 млн грн у 2021 році.

ТОВ «Логіка ЛТД» також демонструвала стабільне зростання у 2023 році, збільшивши прибуток на 5%, до 206 млн грн. У 2022 році приріст склав 16%, коли прибуток компанії зріс з 169 млн грн у 2021 році до 196 млн грн.

ТОВ «Естаунд Коммерс» показала помірне зростання у 2023 році на 13%, до 150 млн грн, після суттєвого зростання на 116% у 2022 році, коли прибуток компанії зріс до 132 млн грн з 61 млн грн у 2021 році.

ТзОВ «СофтСерв Індустрія» продемонструвала стабільне зростання прибутку, яке в 2023 році склало 47%, до 147 млн грн. У 2022 році компанія збільшила свій чистий прибуток на 53%, піднявши його до 100 млн грн з 65 млн грн у 2021 році.

Натомість ТОВ «Сіклум» у 2023 році зафіксувала незначне зменшення чистого прибутку на 6%, до 90 млн грн, після зростання на 48% у 2022 році, коли прибуток компанії збільшився з 65 млн грн у 2021 році до 96 млн грн.

Розглядаючи динаміку чистого прибутку можна побачити, що всі компанії мали значний приріст цього показника у 2022 році, тоді як у 2023 деякі з них зазнали суттєвого скорочення прибутків. Дві із них – ТОВ «Епам Системз» та ТОВ «ГлобалЛоджик Україна», є ключовими для ІТ-індустрії, адже 44% доходів першої сотні найприбутковіших бізнесів ІТ у 2022 році припадали лише на ці 2 компанії, що пояснює зменшення експорту українських ІТ-послуг в 2023 році на 8,5%.

Зарубіжний та український досвід оціночної діяльності свідчить, що діагностика економічного, фінансового та господарського стану об'єкта оцінки відіграє ключову роль в процесі оцінювання. Процедура такої діагностики значною мірою базується на методах і підходах фінансового та управлінського аналізу. Під час оцінки вартості компанії діагностика фінансового стану дозволяє своєчасно виявити можливі причини виникнення кризових ситуацій та прогнозувати подальший розвиток фінансових проблем.

Аналіз фінансового стану представлених ІТ-компаній за 2021-2023 роки дає змогу оцінити фінансову стійкість ІТ-індустрії у сучасних умовах.

Фінансовий стан компанії є комплексним поняттям, що характеризує якість її діяльності. У найповнішому розумінні фінансовий стан можна визначити як систему фінансових відносин, що визначається сукупністю виробничо-господарських факторів та характеризується комплексом показників. Ці показники відображають наявність, ефективність розміщення й використання фінансових

ресурсів компанії, її конкурентоспроможність та здатність фінансувати свою діяльність [126, с. 99].

В умовах ринкової економіки показники оцінки фінансового стану компанії залежно від практичних міркувань поділяються на чотири групи: рентабельності, ліквідності, платоспроможності та ділової активності.

Рентабельність – це відносний показник економічної ефективності, який відображає ступінь ефективності використання матеріальних, трудових і фінансових ресурсів.

Загалом, рентабельність визначає здатність компанії створювати прибуток для інвесторів та власників. Висока рентабельність свідчить про здатність компанії ефективно задовольняти інтереси цих груп. Крім того, високий рівень рентабельності підвищує захищеність кредиторів, оскільки ефективна діяльність компанії генерує додатковий позитивний грошовий потік, який може бути спрямований на погашення боргів перед постачальниками фінансових ресурсів. Рентабельність як фактор зростання вартості компанії є критично важливим, адже висока рентабельність створює фінансові ресурси для розвитку, підвищує привабливість для інвесторів і забезпечує стабільність бізнесу.

Результати аналізу рентабельності на основі фінансової звітності ІТ-компаній представлені у табл. 2.3.

Таблиця 2.3

Показники рентабельності ІТ-компаній України за 2021-2023 рр. на прикладі компаній ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» і ТОВ «Люксофт Солюшнс»

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам	Коефіцієнт рентабельності активів	0,16	0,39	0,12	0,22	-0,27
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,21	0,46	0,13	0,25	-0,33
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,08	0,17	0,10	0,09	-0,07
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,13	0,17	0,16	0,05	-0,01

Продовження табл. 2.3

ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,20	0,39	0,21	0,19	-0,17
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,24	0,44	0,25	0,21	-0,19
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,06	0,10	0,08	0,04	-0,02
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,09	0,09	0,09	0,00	0,00
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,78	0,87	0,48	0,08	-0,39
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,99	0,98	0,51	-0,02	-0,47
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,04	0,05	0,05	0,01	0,00
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,05	0,05	0,05	-0,01	0,01

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116; 117; 118]

Коефіцієнт рентабельності активів – це показник, що відображає співвідношення чистого прибутку до середньорічної загальної суми активів компанії. Він демонструє, наскільки ефективно компанія використовує свої активи для отримання прибутку. Більшість ІТ-компаній демонструють коливання рентабельності активів у 2022 та 2023 роках. Підвищення в 2022 році, а згодом зниження в 2023 році є типовою тенденцією для більшості компаній, окрім ТОВ «Сігма Софтвеа» та ТзОВ «СофтСерв Індустрія». Особливо сильно в 2023 році впали показники найбільших компаній, а саме: ТОВ «Епам Системз» (-0,27), ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» (-0,17) ТОВ «Інфопульс Україна» (-0,12) та ТОВ «Люксофт Солюшнс» (-0,39). Це є наслідком таких факторів, як війна в Україні та глобальна економічна нестабільність, що вплинули на ефективність використання активів. Таке зниження свідчить про труднощі в управлінні активами та недостатню адаптацію до нових умов ринку (дані наведені у додатку А).

Коефіцієнт рентабельності власного капіталу – показник, який характеризує відсоткове відношення чистого прибутку до власного капіталу компанії. Цей мультиплікатор відображає рентабельність власних інвестицій і дає уявлення про те, наскільки ефективно компанія використовує свій власний капітал для отримання прибутку. Тенденція зростання рентабельності власного капіталу у 2022 р. з подальшим зниженням у 2023 р. спостерігається у всіх компаній. Найбільше падіння зафіксовано у ТОВ «Люксофт Солюшнс» (-0,47), ТОВ «Сіклум» (-0,36) та

ТОВ «Епам Системз» (-0,33). Проте деякі компанії, такі як ТОВ «Сігма Софтвеа» та ТОВ «Сіклум», демонструють значне падіння рентабельності власного капіталу протягом обох років. Загалом це вказує на труднощі з управлінням капіталом, які виникли через зміну ринкових умов та загальну економічну ситуацію (дані наведені у додатку А).

Коефіцієнт рентабельності діяльності обчислюється як відношення чистого прибутку до чистої виручки від реалізації продукції. Збільшення цього показника свідчить про підвищення ефективності господарської діяльності, а його зниження – про зменшення ефективності. Незначне зниження зафіксовано у найбільших компаній – ТОВ «Епам Системз» та ТОВ «ГлобалЛоджик Україна», а також коефіцієнт знизився у ТзОВ «ІТ» «Інтелліас» та ТзОВ «СофтСерв Індустрія». Але більшість компаній демонструють стабільну рентабельність діяльності з незначними коливаннями протягом 2022-2023 років. Загалом, це вказує на стабільність операційної ефективності попри зовнішні виклики (дані наведені у додатку А).

Коефіцієнт рентабельності продукції відображає, скільки чистого прибутку генерується на одиницю продажів після вирахування операційних витрат, відсотків, податків та інших витрат. Він розраховується як відношення чистого прибутку до обсягу продажів і вказує на частку виручки, яка залишається після покриття всіх витрат. Зміни рентабельності продукції показали переважно позитивну динаміку. Цей показник залишався стабільним або незначно зростав, що вказує на ефективне управління собівартістю та оптимізацію виробничих процесів компаній (дані наведені у додатку А).

Фінансовий стан компанії з позиції короткострокової перспективи оцінюється за допомогою показників ліквідності. Ліквідність компанії – це здатність і швидкість перетворення оборотних активів у грошові кошти для погашення поточних зобов'язань як у строки їх сплати, так і прострочених боргів. Результати аналізу ліквідності ІТ-компаній України відображені у табл. 2.4.

Таблиця 2.4

Показники ліквідності ІТ-компаній України за 2021-2023 рр. на прикладі компаній ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» і ТОВ «Люксофт Солюшнс»

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам Системз»	Коефіцієнт покриття	3,55	7,28	13,50	3,73	6,22
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	3,51	7,25	13,46	3,75	6,21
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,55	1,31	1,47	0,76	0,16
	Чистий оборотний капітал	3 462 751	7 334 743	8 824 069	3 871 992	1 489 326
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт покриття	7,18	7,72	5,22	0,54	-2,50
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	7,17	7,72	5,22	0,55	-2,50
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,43	0,19	0,53	-0,24	0,35
	Чистий оборотний капітал	1 423 320	2 693 234	3 597 914	1 269 914	904 680
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт покриття	4,76	14,28	31,09	9,53	16,81
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	4,74	14,27	31,08	9,53	16,81
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,20	0,53	0,60	0,32	0,07
	Чистий оборотний капітал	154 195	446 311	746 907	292 116	300 596

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116; 117; 118]

Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності) показує, скільки одиниць оборотних активів припадає на одну одиницю поточних зобов'язань. На практиці вважається, що значення цього показника, наближене до 2,0, є нормальним для більшості компаній, оскільки такий рівень забезпечує надійне покриття короткострокової заборгованості навіть у разі скорочення поточних активів на 50%. Більшість компаній демонструють високий рівень ліквідності, значно перевищуючи нормативне значення. Це свідчить про можливість покриття поточних зобов'язань за рахунок оборотних активів. Особливо виділяються ТОВ «Епам Системз» та ТОВ «Люксофт Солюшнс», які мають найбільші показники. Навіть компанії, які показали зниження в деякі роки (як ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» і ТОВ «Інфопульс Україна»), у 2023 році відновили свої позиції, що свідчить про стабільність (дані наведені у додатку Б).

Коефіцієнт швидкої ліквідності розраховується аналогічно до коефіцієнта покриття, але із суми поточних активів виключають товарно-матеріальні запаси. Норматив цього показника становить 0,6–0,8, хоча на практиці вважається, що його значення має бути близьким до 1,0. Схожа тенденція спостерігається і з швидкою ліквідністю. Найвищі показники зафіксовані у ТОВ «Епам Системз» та ТОВ «Люксофт Солюшнс», що вказує на їх спроможність негайно покривати зобов'язання за рахунок найбільш ліквідних активів. Інші компанії мають теж мають або високі, або прийнятні показники, що загалом демонструє стабільність у фінансових позиціях (дані наведені у додатку Б).

Коефіцієнт абсолютної ліквідності показує, яка частка поточних зобов'язань може бути негайно погашена за рахунок найбільш ліквідних активів – грошових коштів і короткострокових фінансових вкладень. Норматив для цього показника знаходиться в межах 0,25–0,35. Проте високий показник не завжди є позитивною тенденцією, оскільки може вказувати на неефективне використання коштів компанією. Абсолютна ліквідність коливається, але більшість компаній продемонстрували позитивну динаміку або стабільні показники. Особливо варто відзначити ТОВ «Епам Системз» та ТОВ «Логіка ЛТД», які мають високі значення, що свідчить про наявність достатньої кількості грошових коштів. Компанії, як ТзОВ «ІТ» «Інтелліас», ТОВ «Сігма Софтвеа», ТОВ «Сіклум» та ТОВ «Естаунд Коммерс» показують скромніші значення, що вказує на нижчу готовність до негайного покриття зобов'язань (дані наведені у додатку Б).

Чистий оборотний капітал необхідний для підтримки фінансової стійкості й платоспроможності компанії. Перевищення оборотних активів над поточними зобов'язаннями свідчить про здатність не лише погасити заборгованість, а й мати резерви для розширення діяльності. Розмір чистого оборотного капіталу залежить від особливостей діяльності компанії, таких як масштаби, обсяги реалізації, швидкість обертання матеріальних запасів і дебіторської заборгованості. Нестача оборотного капіталу свідчить про неможливість своєчасного погашення поточних

зобов'язань. Більшість компаній значно покращили свої показники чистого оборотного капіталу у 2023 році. Це свідчить про їх стійкість та можливість подальшого зростання. Найбільш стабільні показники спостерігаються у ТОВ «Логіка ЛТД», ТОВ «Естаунд Коммерс» і ТзОВ «СофтСерв Індустрія». Компанія ТОВ «Сігма Софтвеа» ще має негативне значення в 2023 році, але продемонструвала покращення в останньому році (дані наведені у додатку Б).

Загалом, більшість компаній демонструють позитивні зміни у ліквідності, що вказує на здатність ефективно керувати своїми зобов'язаннями та зростати в умовах складних економічних умов.

Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) компанії базується на даних балансу, і спрямований на оцінку структури джерел фінансування, ступеня фінансової стійкості, а також рівня незалежності компанії від зовнішніх джерел фінансування його діяльності. Результати аналізу платоспроможності ІТ-компаній України наведені у табл. 2.5.

Таблиця 2.5

Показники платоспроможності ІТ-компаній України за 2021-2023 рр. на прикладі компаній ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» і ТОВ «Люксофт Солюшнс»

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам Системз»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,78	0,87	0,93	0,09	0,06
	Коефіцієнт фінансування	0,28	0,15	0,08	-0,13	-0,08
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,72	0,86	0,93	0,14	0,06
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,61	0,80	0,84	0,19	0,04
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,86	0,89	0,83	0,03	-0,06
	Коефіцієнт фінансування	0,17	0,13	0,26	-0,04	0,13
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,86	0,87	0,81	0,01	-0,06
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,71	0,86	0,89	0,15	0,03
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,79	0,93	0,97	0,14	0,04
	Коефіцієнт фінансування	0,27	0,08	0,03	-0,19	-0,04
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,79	0,93	0,97	0,14	0,04
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116; 117; 118]

Коефіцієнт платоспроможності (автономії) показує частку власного капіталу в загальній сумі ресурсів компанії і характеризує її залежність від зовнішніх позик або кредиторів. Чим менше значення цього показника, тим більше компанія покладається на позики, що підвищує ризик неплатоспроможності. Коефіцієнт платоспроможності (автономії) демонструє загальну тенденцію до зростання у більшості компаній, що свідчить про поступове зменшення залежності від зовнішнього фінансування. Це особливо виразно у компаній, таких як ТОВ «Епам Системз» (з 0,78 до 0,93), ТОВ «Люксофт Солюшнс» (з 0,79 до 0,97), та ТОВ «Сігма Софтвеа» (з 0,24 до 0,68). Однак, деякі компанії, такі як ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» та ТзОВ «ІТ» «Інтелліас», показали зменшення цього показника, тобто збільшили частину позикового капіталу в своїй структурі (дані наведені у додатку В).

Коефіцієнт фінансування відображає залежність компанії від залучених коштів. Він дозволяє оцінити, наскільки компанія покладається на зовнішні джерела фінансування. Коефіцієнт фінансування також демонструє загальне зниження для більшості компаній, що є сигналом про зменшення використання позикових коштів для фінансування своєї діяльності. Деякі компанії майже не використовують позикові кошти в своїй діяльності. Наприклад, у ТОВ «Епам Системз» цей коефіцієнт знизився з 0,28 до 0,08, а у ТОВ «Люксофт Солюшнс» – з 0,27 до 0,03. Найбільш радикальні зміни показників відбулися у ТОВ «Сігма Софтвеа» – з 3,17 у 2021 році до 0,46 у 2023. Такі зміни свідчать про зменшення ризиків в результаті зниження боргового навантаження, але також і потенціалу для зростання вартості компанії (дані наведені у додатку В).

Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами показує, наскільки компанія забезпечена власними оборотними коштами після вирахування поточних зобов'язань. Нормативне значення цього показника має бути більше 0,1. Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами у більшості компаній зріс, що означає покращення забезпеченості компаній власними ресурсами для

фінансування поточної діяльності. Деякі компанії мають дуже велике значення цього показника. Наприклад, ТОВ «Епам Системз» покращила цей показник з 0,72 до 0,93, а ТОВ «Люксофт Солюшнс» з 0,79 до 0,97. Компанія ТОВ «Сіклум» значно покращила даний коефіцієнт з 2021 року по 2023 – з -1,41 до 0,79. Це свідчить про збільшення власних оборотних коштів, які можуть бути використані для підтримки поточної операційної діяльності (дані наведені у додатку В).

Коефіцієнт маневреності власного капіталу показує, яка частина власного капіталу використовується для фінансування поточної діяльності (тобто вкладена в оборотні засоби), і яка частина капіталізована. Нормативне значення цього показника має бути більше 0. Коефіцієнт маневреності власного капіталу демонструє позитивну тенденцію в більшості компаній, що свідчить про ефективніше використання власного капіталу для фінансування оборотних активів. У ТзОВ «СофтСерв Індустрія», ТОВ «Сіклум», та ТОВ «Естаунд Коммерс» цей показник досягнув майже максимальних значень (0,91-1,00), що показує високу здатність компаній гнучко використовувати свій капітал у поточній діяльності (дані наведені у додатку В).

В цілому, аналіз платоспроможності демонструє позитивні фінансові тенденції у більшості українських ІТ-компаній, зменшення їх залежності від позикового фінансування та покращення здатності самостійно підтримувати свою операційну діяльність за рахунок власного капіталу.

Ділова активність компанії охоплює всі зусилля, спрямовані на просування компанії на ринках продукції, праці та капіталу. Ділова активність компанії визначається якістю управлінських рішень, ефективністю використання наявних ресурсів і комерційних можливостей, а також результативністю вкладених зусиль. Цей вид аналізу допомагає керівництву виявити сильні та слабкі сторони бізнесу, знайти оптимальні шляхи для підвищення продуктивності та прийняти обґрунтовані рішення, що сприяють зростанню вартості компанії. Аналіз ділової активності є важливим інструментом для управління вартістю компанії, оскільки

дозволяє глибоко оцінити ефективність використання активів і процесів компанії. Результати аналіз ділової активності ІТ-компаній наведені у табл. 2.6.

Таблиця 2.6

Показники ділової активності ІТ-компаній України за 2021-2023 рр. на прикладі компаній ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» і ТОВ «Люксофт Солюшнс»

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам Системз»	Коефіцієнт оборотності активів	2,01	2,26	1,16	0,25	-1,11
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	3,66	3,69	1,64	0,03	-2,05
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	98,39	97,58	219,72	-0,81	122,13
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	10,71	15,40	13,23	4,69	-2,17
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	33,62	23,38	27,21	-10,24	3,83
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	3,97	5,59	3,92	1,62	-1,67
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	2,58	2,72	1,29	0,14	-1,44
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт оборотності активів	3,31	3,93	2,71	0,62	-1,22
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	5,00	5,06	3,27	0,06	-1,79
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	72,00	71,12	110,06	-0,88	38,94
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	103,09	122,66	39,00	19,57	-83,66
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	3,49	2,93	9,23	-0,56	6,30
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	3,88	5,72	5,51	1,84	-0,21
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	3,87	4,49	3,19	0,63	-1,31
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт оборотності активів	18,69	17,60	9,39	-1,09	-8,21
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	19,62	18,34	9,65	-1,28	-8,70
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	18,35	19,63	37,32	1,28	17,69
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	85,39	124,56	121,56	39,17	-3,00
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	4,22	2,89	2,96	-1,33	0,07
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	23,66	19,83	9,87	-3,83	-9,96

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116; 117; 118]

Коефіцієнт оборотності активів характеризує ефективність використання компанією всіх наявних ресурсів, незалежно від джерел їх придбання. Цей коефіцієнт показує, скільки разів за рік здійснюється повний цикл виробництва та обігу, що приносить прибуток. Загалом для більшості компаній спостерігається спад у 2023 році порівняно з 2021 і 2022 роками, за винятком ТЗОВ «СофтСерв Індустрія», яка показала позитивну динаміку. Найбільший спад зафіксовано у ТОВ «Люксофт Солюшнс» та ТОВ «Сіклум». Це свідчить про зниження ефективності використання активів і труднощі в оптимізації ресурсів, що пов'язано з макроекономічними умовами та внутрішніми проблемами управління активами (дані наведені у додатку Г).

Показник оборотності дебіторської заборгованості відображає ефективність управління заборгованістю клієнтів та інших дебіторів. Значення коефіцієнта показує кількість оборотів дебіторської заборгованості, тобто, скільки раз дебітори погасили свої зобов'язання перед компанією. Показник розраховується як співвідношення чистого доходу до середньої суми дебіторської заборгованості за період. Більшість компаній відзначають спад цього коефіцієнта, що свідчить про збільшення проблем з отриманням платежів від клієнтів. Найбільше падіння відзначається у ТОВ «Люксофт Солюшнс» та ТОВ «Сіклум», де зафіксовано зниження більше ніж у 2 рази. Лише ТЗОВ «СофтСерв Індустрія» змогла покращити цей показник, демонструючи стабільність у роботі з дебіторами. Це може мати як позитивний ефект на роботу компанії, так і негативний (дані наведені у додатку Г).

Строк погашення дебіторської заборгованості збільшився для більшості компаній, що вказує на затримки у поверненні боргів. Найбільше зростання спостерігалось у ТОВ «Епам Системз» та ТОВ «Естаунд Коммерс». Це свідчить про збільшення ризиків неплатоспроможності клієнтів та загальні економічні виклики, що ускладнюють погашення боргів. Навпаки, ТЗОВ «СофтСерв Індустрія» змогла скоротити строк погашення дебіторської заборгованості, що свідчить про покращену фінансову дисципліну клієнтів (дані наведені у додатку Г).

Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості є показником ділової активності, який вказує на кількість оборотів, здійснених кредиторською заборгованістю протягом року. Він розраховується як співвідношення собівартості до середньорічної суми кредиторської заборгованості. Результат розрахунку демонструє, скільки разів компанія погасила свої зобов'язання перед постачальниками, підрядниками тощо протягом періоду дослідження. Цей показник для більшості компаній скоротився у 2023 році, що вказує на те, що компанії почали довше затримувати виплати своїм постачальникам. Особливо це помітно у ТОВ «ГлобалЛоджик Україна», де коефіцієнт впав майже втричі порівняно з 2022 роком (дані наведені у додатку Г).

Більшість компаній показали збільшення строків погашення кредиторської заборгованості, за винятком ТОВ «Сігма Софтвеа» та ТзОВ «СофтСерв Індустрія», які демонструють скорочення цих строків, що свідчить про більш ефективне управління зобов'язаннями перед постачальниками. Це може бути свідомою стратегією управління грошовими потоками, але також може сигналізувати про зниження ліквідності та здатності виконувати зобов'язання вчасно (дані наведені у додатку Г).

Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача) показує ефективність використання основних засобів компанії. Показник відображає, скільки послуг або товарів було надано чи виготовлено за участю кожної гривні основних засобів. Позитивною тенденцією є висхідна динаміка цього показника. У більшості компаній спостерігається деяке зниження у 2023 році, що свідчить про зменшення ефективності використання основних засобів для генерації доходів, що може бути наслідком зменшення замовлень або зниження продуктивності операційних процесів. Найбільше зниження спостерігалось у ТОВ «Епам Системз» та ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас». Деякі компанії, як ТОВ «Естаунд Коммерс», змогли покращити свої показники, підвищуючи ефективність використання основних засобів (дані наведені у додатку Г).

Коефіцієнт оборотності власного капіталу показує ефективність використання власного капіталу компанії. Коефіцієнт розраховується як співвідношення чистого доходу до середньорічної суми власного капіталу. Загалом усі компанії, за винятком ТзОВ «СофтСерв Індустрія», показують зниження цього показника у 2023 році, що свідчить про менш ефективне використання власного капіталу. Найбільше падіння відзначається у ТОВ «Люксофт Солюшнс» та ТОВ «Сіклум», де цей коефіцієнт впав більш ніж удвічі (дані наведені у додатку Г).

Загальні тенденції вказують на те, що ІТ-компанії України стикаються з певними викликами, що впливають на їх фінансову та операційну діяльність, особливо у контексті макроекономічних умов. Зокрема, продовження військової агресії проти України може спричинити тимчасову нестачу робочої сили, необхідної для здійснення щоденної операційної діяльності компаній, але ІТ-компанії намагаються вживати всі необхідні заходи для зменшення вищеназваних ризиків, підтримки фінансової стійкості та зростання вартості бізнесу. Загалом, це свідчить про існування суттєвої невизначеності щодо здатності ІТ-компаній продовжувати свою діяльність на безперервній основі [127].

Основні фінансові показники, такі як рентабельність та ділова активність компаній, показали тенденцію до зниження у 2023 році. Це свідчить про зменшення ефективності використання активів та капіталу, що пов'язано зі зменшенням обсягів експорту ІТ-послуг та загальними економічними труднощами. Проте, компанії продовжують утримувати достатні рівні ліквідності для покриття короткострокових зобов'язань [127].

Отже, аналіз сучасного фінансового стану ІТ-компаній України за 2021-2023 роки свідчить про значний вплив макроекономічних і політичних чинників на їх фінансову стійкість. Попри складні умови, ІТ-індустрія продовжує відігравати ключову роль в експорті та економіці країни в цілому, демонструючи зростання в окремих сегментах, особливо в галузі аутсорсингу ІТ-послуг.

2.2. Оцінка вартості IT-компаній з урахуванням обмежених фінансових ресурсів

Третій етап алгоритму управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів полягає в виборі оптимальних підходів і методів оцінки вартості компанії.

Оцінка вартості компанії є стратегічно важливим інструментом, що дозволяє визначити її реальну ціну, враховуючи фінансові, економічні та ринкові аспекти. Це допомагає компаніям оцінити потенціал зростання, мінімізувати ризики та приймати зважені стратегічні рішення. Оцінка використовується під час продажу бізнесу, залучення інвесторів, злиттів і поглинань (M&A), а також для забезпечення кредитування, актуалізації фінансової звітності за міжнародними стандартами, передачі прав власності та вирішення судових спорів [128].

Крім того, оцінка вартості сприяє розвитку компанії, допомагаючи розробляти конкурентоспроможні стратегії та оптимізувати управління фінансовими ресурсами [129]. Вона також відіграє роль у мотивації топ-менеджерів і ключових співробітників, які володіють частками бізнесу, стимулюючи їх до підвищення результатів діяльності компанії. Таким чином, оцінка вартості є комплексним інструментом для підвищення ефективності бізнесу та реалізації його стратегічних цілей [130].

Втілення концепції підвищення вартості компанії в умовах мінливого середовища в Україні стикається з численними обмеженнями. Це зокрема стосується ведення бізнесу, що ускладнюється факторами безпеки, економічною нестабільністю, а також фінансовими й регуляторними бар'єрами. Для України характерна нестабільність ринку цінних паперів, недостатній рівень довіри та низький рівень ліквідності акцій, що перешкоджає ефективному врахуванню коливань економіки і знижує здатність ринку відображати реальну вартість компаній [131].

Результати оцінки вартості компанії відрізняються залежно від використаних методів та підходів, а також від різних вихідних даних, застосованих у процесі аналізу. Кожен метод та підхід мають свої сильні й слабкі сторони, що обумовлює їх вибір залежно від специфіки компанії та умов, в яких вона функціонує.

Витратний підхід є недоцільним для оцінки вартості ІТ-компаній через наступні недоліки: статичний характер оцінки, відсутність урахування вартості грошей у часі, неврахування поточної ситуації в галузі та ігнорування людського капіталу. Всі ці елементи є ключовими для ІТ-компаній, тому застосування витратного підходу буде неоптимальним, а кінцевий результат оцінки відображати некоректний показник вартості компанії.

Застосування синтетичного підходу ускладнюється тим, що інформацію, необхідну для проведення оцінки, або важко, або зовсім неможливо отримати, тому ці методи не повною мірою задовольняють реалії оцінки ІТ-компаній в сучасних умовах української економіки.

На основі дослідження науково-методичних підходів до оцінювання вартості компанії можна визначити, що найбільш точними для аналізу ІТ-компаній є методи доходного та порівняльного підходів.

Четвертим етапом алгоритму управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів є оцінка вартості компанії.

Серед доходного підходу, найбільш популярним та застосовним для аналізу ІТ-компаній є метод дисконтування грошових потоків. Згідно підходу дисконтування грошових потоків (DCF), вартість будь-якої компанії, стратегічних рішень або інвестицій визначається теперішньою вартістю майбутніх прогнозованих вільних грошових потоків. При цьому передбачається, що компанія функціонуватиме протягом необмеженого часу [132].

Існує декілька варіацій методу дисконтування – метод вільних грошових потоків до фірми (FCFF – free cash flow to the firm), вільних грошових потоків до власного капіталу (FCFE – free cash flow to the equity) та дисконтування дивідендів

(DDM – dividend discount model). Грошові потоки, що залишаються після виплат боргових зобов'язань та реінвестицій, називаються вільним грошовим потоком для компанії, а ставка дисконту в цих методах відображає загальну вартість фінансування з усіх джерел капіталу.

На відміну від методів DDM чи FCFE, цей метод оцінки компанії оцінює весь бізнес загалом, а не лише частину його капіталу, тому саме вона буде найбільш оптимальною для оцінки вартості ІТ-компаній. Отже, FCFE є більш загальним виразом грошових потоків, який включає як поточні, так і непоточні зобов'язання та інші кредитні зобов'язання компанії. Цей показник має більше значення для наявних і потенційних інвесторів бізнесу, оскільки відображає грошові потоки, створені операційною діяльністю компанії, а також визначає можливість виплати дивідендів акціонерам. Оцінку вартості компанії за методом дисконтованих вільних грошових потоків для фірми (FCFE) можна умовно розділити на 6 етапів [133, с. 371].

1. Перший етап методу дисконтування грошових потоків полягає у виборі відповідного періоду для прогнозування. Оскільки метод DCF орієнтується на майбутні, а не минулі фінансові показники, основне завдання полягає в прогнозуванні грошових потоків на перспективу (виходячи з прогнозованих звітів про рух коштів). Зазвичай період прогнозування починається з поточного року і триває доти, доки компанія не досягне стабільного темпу розвитку. Передбачається, що після цього етапу компанія повинна мати стабільний ріст або постійний дохід.

До початку війни в Україні, ІТ-компанії демонстрували стабільні показники діяльності відповідно до затверджених бюджетів. Після введення воєнного стану багато співробітників та ІТ спеціалістів, що надають послуги з розробки програмного забезпечення, переїхали на захід України або у сусідні країни, проте деякі з них продовжують перебувати в районах ведення активних бойових дій чи були мобілізовані до лав Збройних сил України. Українські ІТ-компанії постійно відслідковують ситуацію та вживають заходів, наскільки це є можливим, для

забезпечення безпеки співробітників та ІТ спеціалістів, а також для підтримки безперервності діяльності. Однак, через те, що війна продовжується, зберігається високий ризик суттєвих збоїв діяльності та загалом негативних наслідків для операційного потенціалу [134].

Вибір тривалості прогностного періоду є важливою складовою, яка має свої виклики. З одного боку, довший період дає змогу отримати більше даних, що покращує точність фінансової оцінки. Однак, з іншого боку, передбачення фінансових показників, таких як доходи, витрати та рівень інфляції, стає все менш надійним із плином часу.

У міжнародній практиці компанії розвинених економік часто використовують прогностний період від 5 до 10 років, залежно від цілей та умов оцінки. Проте у країнах з нестабільною економікою, зокрема у воєнних умовах, довгострокове прогнозування стає надто складним. Тому в таких випадках доцільно скорочувати прогностний період до 3 років.

Для оцінки ІТ-компаній було прийнято рішення обмежити прогностний період трьома роками (2024-2026), враховуючи специфічні умови ринку. Прогнозування здійснюється за допомогою фінансового моделювання на основі даних балансового звіту, звіту про прибутки і збитки, а також звіту про рух грошових коштів.

2. Другий етап методу дисконтованих грошових потоків полягає в оцінці ризиків інвестування та визначенні ставки дисконтування. Для цього існує кілька методів, серед яких найбільш популярним і перевіреним є застосування методу середньозваженої вартості капіталу. Але для застосування даного методу необхідно розрахувати вартість власного та позикового капіталу.

Вартість власного капіталу є комплексним показником, що демонструє витрати компанії на використання власних фінансових ресурсів. Також цей показник відображає рівень очікуваного прибутку інвесторів від вкладень у компанію, враховуючи альтернативну вартість, тобто потенційну дохідність, яку інвестори могли б отримати від інших інвестицій зі схожим рівнем ризику.

Для оцінки вартості власного капіталу використовують різні підходи та моделі, але найчастіше використовується модель ціноутворення капітальних активів (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Ця модель описує лінійну залежність між очікуваною дохідністю та бета-коефіцієнтом активу (індивідуальним коефіцієнтом ризику), що дозволяє перейти від загального до систематичного ризику, який є визначальним для очікуваної дохідності [60].

Вартість капіталу за моделлю CAPM розраховується за відповідною формулою, яка буде використовуватися в подальших розрахунках [61]:

$$Re = Rf + (\beta \times ERP) + CRP \quad (2.1)$$

де Re – очікувана вартість власного капіталу;

Rf – безризикова ставка доходності;

β – коефіцієнт чутливості капіталу до зміни ринкової дохідності;

ERP – середньоринкова премія за ризик (Equity risk premium);

CRP – премія за ризик країни (Country risk premium).

Зазвичай безризикова ставка визначається на основі прибутковості 10-річних державних облігацій США, яка становить 3,95% [135]. Середньоринкова ставка ризику власного капіталу становить 4,6% [136]. Для України, згідно з оцінками експертів, премія за ризик власного капіталу становить 17,55% [136].

Beta (β) для ІТ-компаній в Україні є важливим показником для оцінки ризиків, пов'язаних з інвестиціями в компанії цього сектору. Середнє значення β для ІТ-компаній на глобальному рівні дорівнює 1 [137].

Оскільки українські компанії піддаються додатковим ризикам, пов'язаним із війною, макроекономічною нестабільністю та валютними коливаннями, очікується, що даний показник для ІТ-компаній в Україні може бути вищим, залежно від конкретних умов (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Результати розрахунку вартості власного капіталу ІТ-компаній, %

Компанія	Показник	Значення
	Безризикова ставка	3,95%
	Середньоринкова премія за ризик	4,6 %
	Ризик капіталу в Україні	17,55%
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,32971
	Вартість власного капіталу	27,62%
ТОВ «Сіклум»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,09804
	Вартість власного капіталу	26,55%
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,08915
	Вартість власного капіталу	26,51%
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,04608
	Вартість власного капіталу	26,31%
ТОВ «Епам Системз»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,02141
	Вартість власного капіталу	26,20%
ТОВ «Естаунд Коммерс»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,01725
	Вартість власного капіталу	26,18%
ТОВ «Інфопульс Україна»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,00317
	Вартість власного капіталу	26,11%
ТОВ «Логіка ЛТД»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,00156
	Вартість власного капіталу	26,11%
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,00086
	Вартість власного капіталу	26,10%
ТОВ «Сігма Софтвеа»	Beta з урахуванням фінансового левериджу	1,00067
	Вартість власного капіталу	26,10%

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [116-125; 135; 136; 137]

Для належного аналізу вартості власного капіталу ІТ-компаній застосуємо ускладнений варіант даної моделі, що передбачає коригування цього показника на інфляцію та розраховується за допомогою наступної формули:

$$Re\ UAH = (1 + Re\ US\$) \times \frac{(1+CPI\ UA)}{(1+CPI\ US)} - 1 \quad (2.2)$$

де $CPI\ UA$ – довгострокові темпи інфляції, грн;

$CPI\ US$ – довгострокові темпи інфляції, \$.

Довгострокові темпи інфляції долару США складають 2,2% [138]. За даними Національного Банку України, довгострокові темпи інфляції гривні (2024-2026 рр.) дорівнюють 6,7% [139]. Таким чином, остаточна вартість власного капіталу ІТ-компаній дорівнюватиме наступним значенням (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Вартість власного капіталу ІТ-компаній з урахуванням інфляції, %

Компанія	Вартість власного капіталу, %
ТЗОВ «ІІТ» «Інтелліас»	33,24
ТОВ «Сіклум»	32,12
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	32,08
ТЗОВ «СофтСерв Індустрія»	31,87
ТОВ «Епам Системз»	31,76
ТОВ «Естаунд Коммерс»	31,74
ТОВ «Інфопульс Україна»	31,67
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	31,66
ТОВ «Сігма Софтвеа»	31,66
ТОВ «Логіка ЛТД»	31,66

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [116-125; 138; 139]

Наступним завданням є визначення вартості позикового капіталу. Очікувана ставка вартості боргового фінансування базується на аналізі взаємовідносин компанії з її кредиторами та враховує всі витрати, пов'язані з отриманням позикових коштів. Це включає процентні платежі, збори, дизажіо та інші супутні витрати. Зазвичай, така ставка відповідає тій процентній ставці, за якою компанія залучає або може залучати кредити. Відповідно даним Національного Банку України, ця ставка знаходиться на рівні 16% [140]. Безпроцентні зобов'язання, такі як кредиторська заборгованість, виключаються з розрахунку середньозваженої вартості капіталу, оскільки вони вважаються капіталом, наданим у ході звичайної діяльності, а не джерелом фінансування, але враховуються під час визначення змін в оборотному капіталі.

Також для розрахунку середньозваженої вартості капіталу застосовується ставка податку на прибуток в Україні, яка становить 18%.

Після аналізу вартості власного та позикового капіталу визначається калькуляція ставки дисконтування, якою виступає середньозважена вартість капіталу компанії, що розраховується за даною формулою [62]:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times Re + \frac{D}{D+E} \times Rd \times (1 - T) \quad (2.3)$$

де $WACC$ – середньозважена вартість капіталу компанії (Weighted average cost of capital);

де E – власний капітал компанії (Equity);

D – позикові кошти компанії (Debt);

Rd - вартість позикових коштів;

T - ставка податку на прибуток.

Таким чином, для розрахунку середньозваженої вартості капіталу ІТ-компаній доступні всі необхідні параметри (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу (WACC) на прикладі
компанії ТОВ «Інфопульс Україна»

Показник	Значення
Власний капітал	985 981 тис. грн
Позиковий капітал	11 673 тис. грн
Частка власного капіталу	99,6%
Частка позикового капіталу	0,4%
Вартість власного капіталу	31,67%
Вартість позикового капіталу	16%
Податкова ставка	18%
WACC	31,6%

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [121; 135-140]

Отже, в результаті оцінки середньозваженої вартості капіталу (WACC) аналізованих ІТ-компаній (дані наведені у додатку Г) були отримані такі значення (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Середньозважена вартість капіталу ІТ-компаній, %

Компанія	WACC, %
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	31,64
ТОВ «Сігма Софтвеа»	31,64
ТОВ «Логіка ЛТД»	31,62
ТОВ «Інфопульс Україна»	31,60
ТОВ «Естаунд Коммерс»	31,35
ТОВ «Епам Системз»	31,28
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	30,88
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	30,22
ТОВ «Сіклум»	30,11
ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас»	27,47

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [116-125; 135-140]

WACC на рівні близько 30% для ІТ-компанії є дуже високим і свідчить про значні ризики, пов'язані з інвестуванням в Україні. Україна має значну премію за ризик країни через політичну та економічну нестабільність, пов'язану з війною, а також високі процентні ставки за кредитами. Наприклад, в 2022 році у компаній-операторів мобільного та фіксованого зв'язку, таких як «Укртелеком», «Vodafone-Україна» та «Lifecell», WACC також був на схожому рівні. У «Укртелеком» це значення дорівнювало 27%, «Vodafone-Україна» – 28%, у «Lifecell» – понад 30%, тоді як ідеальне значення в Європі становить лише 7% [141]. Така висока ставка WACC означає, що компаніям буде складніше залучати інвестиції, оскільки інвестори вимагатимуть дуже високого рівня доходності для компенсації ризиків. Це також впливає на довгострокові плани компаній та може обмежувати її фінансові можливості для зростання і розвитку на ринку.

Аналіз вартості капіталу показав, що існують обмеження джерел фінансування ІТ-компаній, пов'язані з використанням більшою частиною компаній переважно власного капіталу, який має значно вищу вартість за позиковий капітал, що знижує ефективність бізнесу та негативно впливає на вартість компаній.

3. Третій етап методу дисконтованих грошових потоків включає розрахунок вільного грошового потоку для компанії (FCFF) та термінальної вартості (TV).

Для цього потрібно визначити сукупний середньорічний темп зростання доходів [142, с. 236], що дозволить спрогнозувати чисті доходи ІТ-компаній на 2024-2026 роки. Згідно розрахунків експертів, середній CAGR для сервісних ІТ-компаній в Україні складає 6,11% [143]. Виходячи з короткого періоду прогнозування (3 роки), для більш точного розрахунку це значення було модифіковано за рахунок методу зростання до вічності (Pull to Perpetuity Growth Rate Method). Метод визначення ставки зростання до вічності в DCF-аналізі спирається на припущення про середню реверсію доходів до стабільного довгострокового темпу зростання. У періоді, що називається явним, прогнозуються грошові потоки з урахуванням історичних даних та поточних економічних умов, а після нього – термінальний період з постійною ставкою зростання. Такий підхід дозволяє максимально наблизити прогнозовані фінансові результати до тенденцій, що відповідають минулим даним та очікуванням ринку [144]. За цим методом CAGR розраховується наступною формулою:

$$CAGR = \left(\frac{R_{2026}}{R_{2023}} \right)^{\frac{1}{3}} - 1 \quad (2.4)$$

де $CAGR$ – середньорічний темп зростання доходів (Compound annual growth rate);

R – чистий дохід компанії (Revenue);

Для того щоб спрогнозувати величину вільного грошового потоку, необхідно провести коригування прибутку до сплати відсотків, податків та амортизації (EBITDA), враховуючи податок на прибуток, зміни в оборотному капіталі та капітальні інвестиції [145, с. 7]. Для цього за різними методами прогнозуються всі показники фінансової звітності компанії: чистий дохід; собівартість; витрати з податку на прибуток; адміністративні витрати; матеріальні та нематеріальні активи; амортизація; дебіторська та кредиторська заборгованість; запаси; інші параметри.

Величина вільного грошового потоку компанії розраховується за наступною формулою:

$$FCFF = EBITDA \times (1 - T) + change \in NWC - capex \quad (2.5)$$

де $FCFF$ – вільний грошовий потік компанії (Free Cash Flow to the firm);

$EBITDA$ – прибуток до сплати процентів, податків та амортизації;

$change \in nwc$ – зміни в оборотному капіталі;

$capex$ – капітальні інвестиції;

Також на цьому етапі розраховується термінальна вартість. Термінальна вартість компанії – це теперішня вартість усіх грошових потоків, що очікуються після прогностного періоду, зведена до певного моменту в майбутньому. Метод базується на припущенні, що бізнес продовжуватиме генерувати прибуток після завершення прогностного періоду. Вважається, що після цього доходи компанії стабілізуються, і в довгостроковій перспективі вони будуть збільшуватися з постійними темпами або залишатимуться на стабільному рівні.

Існує кілька методів обчислення термінальної вартості, проте найпоширенішим є використання моделі нескінченного зростання Гордона. Ця модель капіталізує річний дохід постпрогностного періоду за допомогою коефіцієнта капіталізації, що розраховується як різниця між ставкою дисконту і прогнозованими темпами зростання на довгострокову перспективу [146, с. 60]:

$$TV = FCFF_{2026} \times \frac{1 + g}{Wacc - g} \quad (2.6)$$

де TV – вільний грошовий потік компанії (Terminal Value);

g – довгостроковий темп зростання грошових потоків.

Модель Гордона базується на припущенні про стабільні доходи у залишковий період, а також на рівності між амортизацією та капітальними вкладеннями. Довгостроковий темп зростання грошових потоків для українських ІТ-компаній був встановлений на рівні 3% під впливом поступового зниження попиту на ІТ-послуги як в Україні, так і в світі. Отримані результати надані в табл. 2.11.

Таблиця 2.11

Результати розрахунку вільного грошового потоку та термінальної вартості на прикладі компаній ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» та ТОВ «Люксофт Солюшнс», тис. грн.

Компанія	Показник	2024 р.	2025 р.	2026 р.
ТОВ «Епам Системз»	EBITDA	2 155 306	2 248 867	2 274 341
	Податок на прибуток	(294 892)	(321 430)	(334 702)
	Зміни в оборотному капіталі	699 572	915 408	989 490
	Капітальні інвестиції	(480 041)	(396 449)	(338 983)
	FCFF	2 079 946	2 446 396	2 590 145
	Термінальна вартість	9 433 277		
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	EBITDA	1 398 789	1 460 042	1 545 536
	Податок на прибуток	(190 109)	(201 688)	(217 911)
	Зміни в оборотному капіталі	603 232	404 277	647 164
	Капітальні інвестиції	(442 177)	(303 252)	(366 672)
	FCFF	1 369 735	1 359 379	1 608 117
	Термінальна вартість	6 084 750		
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	EBITDA	391 456	410 848	448 065
	Податок на прибуток	(70 461)	(73 952)	(80 651)
	Зміни в оборотному капіталі	310 414	135 234	147 926
	Капітальні інвестиції	(28)	(7)	(6)
	FCFF	631 381	472 124	515 335
	Термінальна вартість	1 853 506		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [116; 117; 118]

4. Четвертим етапом методу дисконтованих грошових потоків є визначення теперішньої вартості вільних грошових потоків компанії та термінальної вартості. Після прогнозування вільних грошових потоків на найближчі три роки і обчислення термінальної вартості всіх ІТ-компаній (дані наведені у додатку Д), необхідно звести ці показники до теперішньої вартості за допомогою ставки дисконтування.

Для визначення дисконтованих грошових потоків використовується наступна формула [63]:

$$\sum_{i=1}^n DCFF_i = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i}, \quad (2.7)$$

Після цього кроку розраховується приведена термінальна вартість компанії [63]:

$$DTV = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n} \quad (2.8)$$

де DTV – дисконтована термінальна вартість компанії (Discounted Terminal Value);

Результати розрахунку дисконтованих вільного грошового потоку та термінальної вартості наведені у табл. 2.12.

Таблиця 2.12

Результати розрахунку дисконтованих вільного грошового потоку та термінальної вартості на прикладі компаній ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» та ТОВ «Люксофт Солюшнс», тис. грн.

Компанія	Показник	2024 р.	2025 р.	2026 р.
ТОВ «Епам Системз»	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	1 584 343	1 419 454	1 144 764
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	4 169 216		
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Фактор дисконтування	0,77	0,59	0,45
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	1 051 850	801 632	728 232
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	2 755 463		
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	479 637	272 457	225 919
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	812 563		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [116; 117; 118]

5. Останній, п'ятий етап методу дисконтованих грошових потоків полягає в обчисленні вартості компанії за формулою:

$$EV = \sum_{i=1}^n DCFF_i + DTV \quad (2.9)$$

Сума дисконтованих грошових потоків разом із терміальною вартістю, які були розраховані для всіх проаналізованих ІТ-компаній (дані наведені у додатку Д), дає загальну вартість компанії (EV), що є кінцевою метою оцінки (табл. 2.13).

Таблиця 2.13

Прогнозована вартість ІТ-компанії України на основі методу дисконтування грошових потоків

Назва компанії	Вартість ІТ-компаній України, тис. грн
ТОВ «Епам Системз»	8 317 777
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	5 337 177
ТОВ «Інфопульс Україна»	1 878 114
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	1 790 575
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	1 728 269
ТОВ «Логіка ЛТД»	1 069 948
ТОВ «Сігма Софтвеа»	949 884
ТОВ «Сіклум»	877 207
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	817 157
ТОВ «Естаунд Коммерс»	787 245

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Як можна бачити з проведеної оцінки на основі методу дисконтування грошових потоків, вартість ІТ-компаній є навіть нижчою за показники чистого доходу від реалізації продукції та складає лише 4-5 EBITDA, що пов'язано насамперед зі складною ситуацією в Україні, яка призводить до великих ризиків продовження діяльності та високої середньозваженої вартості капіталу, а також значним зниженням попиту на ІТ-послуги серед іноземних компаній, які є основними споживачами ІТ-послуг представлених компаній.

Також результати оцінки пов'язані з недосконалістю методу DCF для аналізу ІТ-компаній. Метод дисконтування грошових потоків для оцінки ІТ-компаній може бути корисною завдяки значному обсягу статистичної інформації та тісному зв'язку з реальними факторами операційної, фінансової та інвестиційної активності бізнесу. Ці фактори безпосередньо відображаються з точки зору фінансової та економічної ефективності компанії (прибуток, грошові потоки, рентабельність інвестицій, ставки реінвестування, вартість капіталу тощо). Метод DCF враховує ризики, ретроспективні дані, а етапи цього методу можуть бути модифіковані додатковими розрахунками для більш точного відображення вартості компанії в поточній ситуації. У свою чергу, ці та інші параметри становлять основу для визначення вартості компанії, що закладає підґрунтя для ефективного управління вартістю компанії.

Однак, прогнозування майбутньої діяльності компанії та її довгострокових потоків доходів є занадто складним завданням при нестабільній економіці в умовах воєнного стану. Дуже висока середньозважена вартість капіталу та короткостроковий період прогнозування призводять до недооцінки ІТ-компаній, а значні коливання ретроспективних даних фінансової звітності компаній у вигляді нестабільних або сезонних доходів робить будь-яке прогнозування ненадійним та додає високий рівень суб'єктивізму. Точність отриманих результатів визначення вартості стає умовною через складність цього процесу.

Також, метод DCF має обмежені можливості у врахуванні людського капіталу та його впливу на вартість компанії, що є важливою складовою для ІТ-компаній. Найчастіше інвесторам простіше придбати компанію з визначеною кількістю розробників для певних проектів, ніж створювати новий бізнес. Компанії, які обирають злиття та поглинання (M&A), економлять час та зусилля на створення бізнесу в іншій локації, отримуючи команду, спеціалізацію, клієнтську базу, джерело доходу, можливість підвищення погодинної ставки тощо. Таким чином, основна перевага M&A – це швидше зростання бізнесу [147].

І М&А, і органічне зростання за кордоном частково нейтралізують військові ризики. Війна суттєво прискорила диверсифікацію присутності українських компаній у різних країнах. Зараз стає дедалі складніше забезпечувати нові контракти та підтримувати наявні, якщо команда знаходиться виключно в Україні [147].

Загалом, в ІТ-індустрії немає єдиного стандартного підходу для оцінки активів компаній. Вартість компанії може визначатися багатьма факторами, такими як дохід та темпи його зростання, прибутковість, рівень маржинальності, сфера спеціалізації, унікальні знання та досвід, географічна присутність команди. Структура клієнтської бази, довгостроковий характер клієнтів, ІТ-інфраструктура тощо також впливають на оцінку. Наприклад, компанія, дохід якої на 70% залежить від одного великого замовника, часто оцінюється нижче через високий ризик залежності від цього клієнта [148].

Саме тому більшість аналітиків надають перевагу ринковому підходу в оцінюванні вартості ІТ-компаній, а саме методу мультиплікаторів. Метод дисконтування грошових потоків є другим за популярністю інструментом оцінки [149]. На відміну від методу DCF, який залежить від низки припущень і орієнтований на внутрішню вартість, порівняльна оцінка більше спирається на ринкові дані. Іншими словами, припускається, що ринок у середньому правильно визначає вартість компаній [68, с. 131].

Оцінка сервісних і продуктових ІТ-компаній базується на різних підходах. Для сервісних ІТ-компаній, які займаються розробкою програмного забезпечення, консалтингом чи технічною підтримкою, акцент робиться на прибутковості. Зазвичай для таких компаній застосовується показник EV/EBITDA, що дає змогу оцінити бізнес з урахуванням його здатності генерувати прибуток і порівняти з іншими компаніями в галузі. Це зумовлено тим, що компанії у сфері ІТ-послуг не потребують значних початкових інвестицій і, як правило, очікується, що вони генеруватимуть позитивні грошові потоки на ранніх етапах [150].

На відміну від цього, продуктивні ІТ-компанії, які знаходяться на ранніх стадіях розвитку та орієнтовані на продаж програмного забезпечення або інших продуктів, часто оцінюються за допомогою показника EV/Revenue. Це стосується компаній, що займаються розробкою ігор, вебсервісів чи інших цифрових продуктів, де оборот відображає обсяг доходів від продажів і краще підходить для оцінки їх вартості. Іноді мультиплікатор доходу використовується в допоміжній ролі. Наприклад, якщо компанія не досягла нормального рівня прибутку або відчуває тимчасову нестабільність прибутків [150].

Порівняно з 2021 роком, оцінки вартості компаній суттєво знизилися. Наразі мультиплікатори для українських ІТ-компаній у середньому становлять 5-7 EBITDA. Якщо компанія невелика, досягнення високого мультиплікатора нереалістичне. Наразі компанія з 50-100 спеціалістами оцінюється в 3 EBITDA, 250 осіб – 3-5 EBITDA, 300 – 6 EBITDA [147]. З цього можна зрозуміти, що розмір, потенціал зростання та прибутковість, впливають на ціну, яку потенційні покупці готові заплатити. З урахуванням того, що ми розглядаємо найбільші сервісні ІТ-компанії в Україні, їх мультиплікатори будуть вищими за середні.

Згідно останніх досліджень консультантів зі злиття та поглинання «Aventis Advisors», було проаналізовано понад 8,000 M&A транзакцій у сфері ІТ-послуг за період з 2015 р. по другий квартал 2024 року, враховуючи угоди як на публічних, так і на приватних ринках. Із них приблизно 600 мають розкриті мультиплікатори оцінки, такі як EV/Revenue або EV/EBITDA (табл. 2.14).

Таблиця 2.14

Мультиплікатори ІТ-компаній

Регіон	Кількість угод	1-й квартиль	Медіанне значення	3-й квартиль
EV/Revenue	581	0,7х	1,4х	3,2х
EV/EBITDA	342	7,1х	11,1х	19,2х
EV/EBIT	288	10,3х	16,6х	33,2х

Джерело: складено автором на основі [150]

Медіанне співвідношення EV/Revenue на рівні 1.4x та EV/EBITDA на рівні 11.4x свідчить про маржу в 12%, що відповідає більшості професійних сервісних компаній, представлених на біржі. Із 342 угод у даній вибірці, для яких було доступне значення EV/EBITDA, медіанний показник склав 11.1x. Цей показник залишався відносно стабільним протягом останніх 9 років, коливаючись у межах від 10.0x до 12.5x (рис. 2.5).

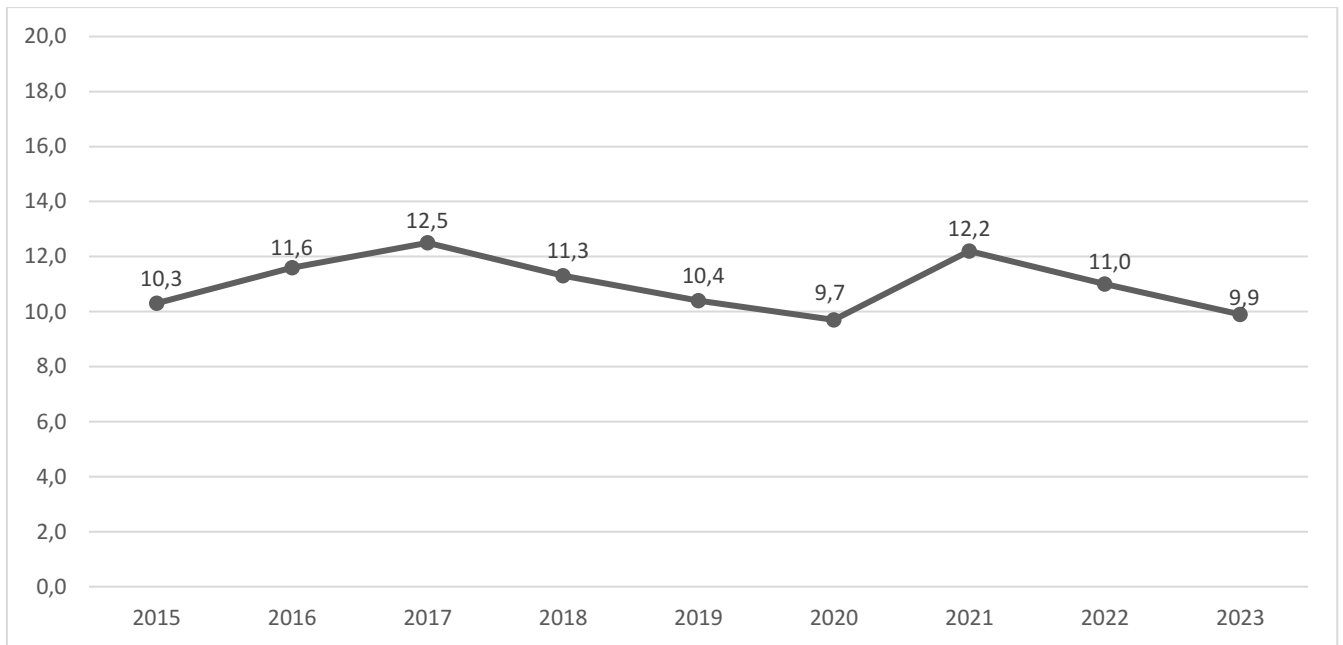


Рис. 2.5. Медіанні мультиплікатори EBITDA за 2015-2023 роки

Джерело: складено автором на основі [150]

У першій половині 2024 року медіанний мультиплікатор для угод майже подвоївся до 18.4x порівняно з 9.9x у 2023 році, причому угоди у верхньому квартилі досягли рекордних значень. Однак, це зростання слід інтерпретувати обережно через невелику вибірку – у 2024 році до неї увійшли лише 5 угод, для яких були публічно доступні фінансові дані.

Що стосується мультиплікаторів доходу, то у період з 2015 р. по 2020 р. медіанні мультиплікатори дохідності залишалися стабільними, коливаючись у межах від 1.1x до 1.6x. Вони поступово зростали з кінця 2020 року та протягом 2021

р., подвоївшись до кінця 2022 року. Однак до четвертого кварталу 2023 року вони знизилися до допандемічних рівнів на рівні 1.4х. У першій половині 2024 року мультиплікатори знову зросли до рівнів 2022 року, що свідчить про незначне відновлення після падіння 2022-2023 років (рис. 2.6).

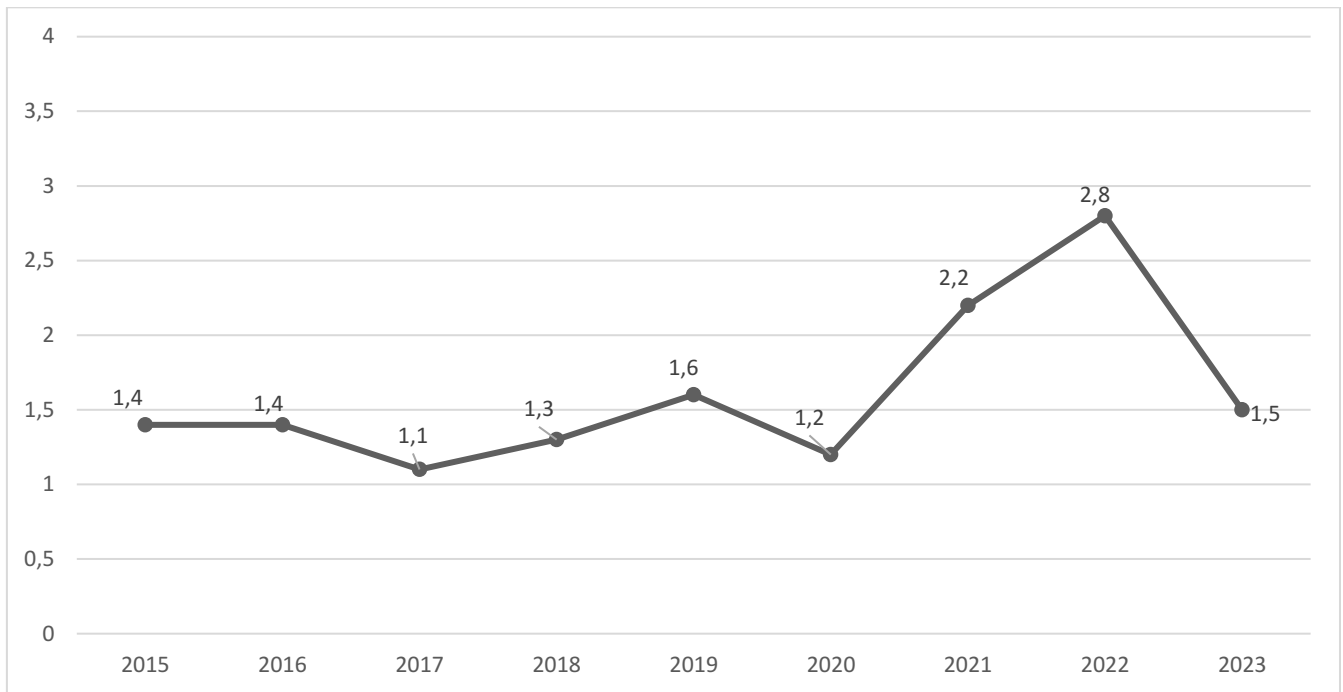


Рис. 2.6. Медіанні мультиплікатори чистого доходу за 2015-2023 роки

Джерело: складено автором на основі [150]

Таким чином, мультиплікатори оцінки у М&А угодах у сфері ІТ-послуг залишалися стабільними протягом аналізованого періоду. Зміни в мультиплікаторах EV/EBITDA були незначними, і навіть показники першого та третього кuartилів майже не змінилися, за винятком буму та спаду у 2021 і 2022 роках.

Мультиплікатори EV/Revenue поводитися подібно, але продовжували зростати протягом 2022 року (з попередніх 1.0-1.5х до 2.4х). У 2023 році вони різко знизилися, досягнувши 1.4х до кінця четвертого кварталу. У другій половині 2024 року мультиплікатори дохідності відновилися до медіанного значення 1.9х.

Об'єднані дані показують, що стрибок у приватних угодах був не таким сильним, як на публічних ринках, де середній мультиплікатор дохідності за рік зріс більш ніж на 100%. Проте медіанний мультиплікатор дохідності між 2020 та 2022 роками також суттєво підвищився: на 1.2x або 100%. Оцінки у першому та третьому кuartилях також значно зросли.

Важливим фактором стало зростання активності приватного капіталу. З понад 600 розкритих угод з 2015 року понад 15% було закрито індустрією PE/VC. Наприклад, на початку 2022 року компанія Inetum SA була придбана Bain Capital та Renaissance Partners за понад \$2 млрд. У 2021 році Carlyle Group придбала Hexaware Technologies за \$3 млрд [150]. Але фінансові інвестори цікавляться не тільки найбільшими угодами. Багато покупців також шукають менші компанії. Медіанний розмір угоди PE/VC склав \$50 млн, причому 25% угод не перевищували \$13 млн.

Розмір компанії є одним з найважливіших факторів, що визначає оцінку компаній у сфері ІТ-послуг. Хоча компанії з надання професійних послуг мають схожі бізнес-моделі незалежно від їхнього розміру, їхні мультиплікатори оцінки значно різняться. Оцінки малих компаній у вибірці (розмір угоди менше \$5 млн) виявилися значно нижчими — 0.8x дохідності та 6.2x EBITDA. Показники для угод у діапазоні від \$50 млн до \$100 млн майже вдвічі вищі (табл. 2.15) .

Таблиця 2.15

Мультиплікатори ІТ-компаній та ефект розміру компанії

Розмір угоди, млн. дол.	Кількість угод	Медіанне EV/Revenue	Медіанне EV/EBITDA
>5	92	0,8x	6,2x
5-20	138	1,1x	7,9x
20-50	122	1,4x	10,5x
50-100	54	1,4x	12,1x
100-500	118	2,2x	12,6x
500+	70	2,2x	13,6x
Разом	594	1,4x	11,1x

Джерело: складено автором на основі [151]

Зазвичай більші компанії з надання професійних послуг несуть менші ризики. Великі компанії можуть обслуговувати великі корпоративні рахунки та мають достатньо персоналу або програмного забезпечення для управління масштабними проектами. Їх процеси розвитку та роботи з персоналом є більш розвиненими. Через різноманітну базу клієнтів втрата великого замовника не має суттєвого впливу на дохід. Команда великої компанії, яка є одним з ключових нематеріальних активів, менш схильна до втрат у випадку звільнення ключових працівників.

Крім того, потенційні покупці зазвичай мають визначений інвестиційний мандат. Приватні інвестиційні фонди зазвичай мають мінімальні вимоги до доходу або розміру угоди, тому конкуренція за великі угоди є вищою. Водночас стратегічні інвестори потребують поєднання вартості угоди та її впливу на їхній бізнес, щоб зробити угоду вигідною. Вартість 10 ІТ-компаній, що були обрані для дослідження, коливається від діапазону 20-50 до 100-500 млн. доларів США.

Місцезнаходження компанії також може впливати на її вартість. Статистика показує, що європейські, азійські та американські компанії мають схожі оцінки за показником EV/EBITDA. Однак різниця стає помітною, якщо проаналізувати інші регіони (табл. 2.16).

Таблиця 2.16

Мультиплікатори ІТ-компаній та їх географічний ефект

Регіон	Кількість угод	Медіанне значення, млн. дол.	EV/Revenue	EV/EBITDA
Європа	262	27	1,2х	10,0х
Азія	158	38	2,4х	14,3х
Північна Америка	128	82	1,6х	12,6х
Інші	46	22	0,9х	7,2х
Разом	594	38,6	1,4х	11,1х

Джерело: складено автором на основі [151]

Компанії за межами цих регіонів оцінюються значно нижче (7.2х порівняно з 10-14.3х). Це може бути пов'язано з тим, що на цих ринках менша кількість інвесторів, а також труднощі з інтернаціоналізацією або залученням клієнтів із

розвинених країн. Політичний ризик на ринках, що розвиваються, також сприяє зниженню оцінок.

Сполучені Штати є домінуючим ринком з історично сильною технологічною галуззю та найвищим інтересом інвесторів у світі. Варто зазначити, що багато компаній зареєстровані в США та мають там офіс продажів, але більшу частину своєї діяльності здійснюють на ринках, що розвиваються. В Азії були найвищі мультиплікатори, які перевищували показники Північної Америки майже вдвічі. Причинами такої переоцінки можуть бути значні інвестиції в технології, особливо в Китаї, та фокус на інвестиціях у внутрішні проекти. З урахуванням політичної та економічної нестабільності, пов'язаної з війною, доцільно буде віднести Україну до інших регіонів згідно географічному ефекту. Таким чином, визначимо окремі мультиплікатори для оцінки вартості кожної ІТ-компанії на основі ефекту розміру компанії, географічного ефекту, кількості працівників та показників чистого доходу та EBITDA компаній за 2023 рік (табл. 2.17).

Таблиця 2.17

Визначення мультиплікаторів ІТ-компаній України

Назва компанії	EBITDA, тис.грн	Чистий дохід від реалізації продукції, тис. грн.	EV/EBITDA	EV/Revenue
ТОВ «Епам Системз»	2 176 665	12 616 190	9,9х	1,55х
ТОВ «ГлобалЛюджик Україна»	1 239 739	11 417 253	9,36х	1,42х
ТОВ «Інфопульс Україна»	488 853	3 232 206	8,67х	1,05х
ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас»	377 404	4 334 182	8,92х	1,08х
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	366 578	5 876 080	9,16х	1,1х
ТОВ «Логіка ЛТД»	272 241	2 541 625	8,28х	1,01х
ТОВ «Сігма Софтвеа»	292 726	1 795 747	8,43х	1,03х
ТОВ «Сіклум»	111 593	3 830 753	8,77х	1,06х
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	189 779	2 128 776	8,18х	1,0х
ТОВ «Естаунд Комерс»	193 661	1 386 085	7,53х	0,95х

Джерело: складено автором на основі [116-125]

Зазвичай для ІТ-компаній застосовується показник EV/EBITDA, але мультиплікатор EV/R дозволить скорегувати вартість компанії через тимчасову

нестабільність прибутків в останні роки. Вартість компаній відображена у табл. 2.18.

Таблиця 2.18

Прогнозована вартість ІТ-компаній України на основі методу
мультиплікаторів

Назва компанії	Вартість ІТ-компанії згідно EV/EBITDA	Вартість ІТ-компанії згідно EV/Revenue	Вартість ІТ-компаній України за методом мультиплікаторів, тис. грн
ТОВ «Епам Системз»	21 548 984	19 555 095	20 552 039
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	11 603 957	16 212 499	13 908 228
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	3 357 854	6 463 688	4 910 771
ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас»	3 364 557	4 659 246	4 011 901
ТОВ «Інфопульс Україна»	4 238 356	3 393 816	3 816 086
ТОВ «Сіклум»	978 447	4 060 598	2 519 523
ТОВ «Логіка ЛТД»	2 253 611	2 567 041	2 410 326
ТОВ «Сігма Софтвеа»	2 466 217	1 840 641	2 153 429
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	1 552 392	2 128 776	1 840 584
ТОВ «Естаунд Коммерс»	1 458 267	1 316 781	1 387 524

Джерело: складено автором на основі [116-125]

Виходячи з проведеної оцінки на основі методу мультиплікаторів, вартість ІТ-компаній є набагато вищою за цим методом, ніж на основі методу дисконтування грошових потоків. Проведений аналіз свідчить, що порівняльний підхід базується на ретроспективній інформації та відображає фактично досягнуті результати господарської діяльності компанії. Серед переваг порівняльного підходу – здатність реально відобразити вплив попиту та пропозиції на об’єкт інвестування, оскільки фактична ціна угоди враховує поточну ринкову ситуацію [152].

Але важливим є те, що порівняльний аналіз також має певні недоліки. По-перше, він не враховує факторів, що можуть проявитися через 3–5 років, адже використовується для оцінки вартості в коротко- та середньостроковій перспективі та ігнорує довгострокові перспективи розвитку. По-друге, застосування порівняльного підходу можливе лише за наявності доступної й різнобічної фінансової інформації для вибірки компаній-аналогів. І хоча вибірка ІТ-компаній

для дослідження мультиплікаторів була досить великою, за допомогою порівняльного аналізу важко оцінити наслідки таких подій, як війна в Україні, оскільки це потребує даних компаній, які були продані в подібних умовах.

Жоден із підходів не виключає інший. Навпаки, їхнє поєднання дозволяє отримати детальнішу оцінку, оскільки різні методи й підходи можуть доповнювати один одного. У сучасних умовах виникають труднощі із застосуванням зазначених підходів через складність точного прогнозування, а також через брак достатніх інформаційних і вхідних даних. Тому на практиці треба орієнтуватися на порівняльний аналіз результатів, отриманих різними методами, щоб забезпечити комплексне рішення для виконання поставлених завдань, що потребує надійних інформаційних джерел. Розрахунок фінальної вартості компанії, яка визначається як середнє значення між результатом методу дисконтування грошових потоків та методу мультиплікаторів наданий у табл. 2.19.

Таблиця 2.19

Прогнозована вартість ІТ-компанії України на основі методів доходного та порівняльного підходів

Назва компанії	Вартість ІТ-компаній України, тис. грн
ТОВ «Епам Системз»	14 434 908
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	9 622 702
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	3 350 673
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	2 870 085
ТОВ «Інфопульс Україна»	2 847 100
ТОВ «Логіка ЛТД»	1 740 137
ТОВ «Сіклум»	1 698 365
ТОВ «Сігма Софтвеа»	1 551 656
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	1 328 870
ТОВ «Естаунд Коммерс»	1 087 384

Джерело: складено автором на основі [116-125]

Таким чином, для отримання об'єктивної оцінки ІТ-компаній доцільно застосовувати дохідний та порівняльний методи, що дозволяє врахувати цілий ряд

важливих факторів, таких як: ризик, інфляція, ринкова ситуація, фінансова стійкість та можливості економічного зростання компанії. Правильна оцінка вартості дозволяє визначити справедливую вартість компанії, адже більшість інвесторів орієнтовані не лише на вирішення тактичних завдань щодо максимізації доходів та прибутку, а й на досягнення стратегічних цілей максимізації вартості компанії, як ключового показника ефективності управління.

2.3. Визначення факторів впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів

Наступний етап управління вартістю компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів полягає у виявленні ключових факторів (внутрішніх та зовнішніх), що впливають на зміну вартості компанії.

Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів ґрунтується на аналізі та управлінні ключовими факторами, які впливають на її оцінку. Фактор, який впливає на вартість компанії, є важливим елементом процесу управління, оскільки визначає шляхи ефективного використання обмежених ресурсів. В умовах обмежених ресурсів існує проблема визначення як внутрішніх, так і зовнішніх факторів, що впливають на вартість, а також розуміння взаємозалежності між ними. Ідентифікація та ранжування таких факторів допомагають управлінцям розуміти, які аспекти операційної діяльності та стратегічних рішень мають найбільший вплив на створення вартості.

Аналізуючи фактори, управлінці можуть визначити ключові напрями, що заслуговують пріоритетного фінансування, та ті сфери, з яких можна вилучити ресурси без шкоди для вартості компанії. Це забезпечує більш раціональне використання коштів та сприяє єднанню персоналу навколо спільних цілей. З'ясування основних факторів, які найбільше впливають на вартість, дозволяє топ-

менеджерам ефективно донести свої плани до персоналу на всіх рівнях управління [153].

Процес виділення цих факторів є складним, оскільки оцінка вартості компанії часто відрізняється від вартості, відображеної у фінансовій звітності, особливо через очікування інвесторів щодо майбутніх грошових потоків і прибутків. Враховуючи, що не всі чинники однаково впливають на вартість, рекомендовано виділяти близько 5-10 основних факторів, які найкраще відображають стратегічні потреби компанії та сприяють максимізації її вартості.

Оцінка потенційних сценаріїв і аналіз взаємозв'язків між чинниками вартості має велике значення для забезпечення реалістичності управлінських рішень і уникнення ризиків. В умовах обмежених ресурсів цей підхід забезпечує кращу адаптацію до змінних ринкових умов та сприяє інтеграції «вартісного мислення» у всі рівні управління.

Процес управління вартістю з фокусом на ключових факторах можна умовно поділити на три етапи:

1. Розпізнавання – на цьому етапі створюється загальна схема факторів, що впливають на вартість, для кращого розуміння системних зв'язків у компанії.
2. Визначення пріоритетів – визначаються основні фактори, що мають найбільший вплив на вартість компанії та потребують першочергового фінансування.
3. Інституціоналізація – ці фактори інтегруються в систему вимірювання ефективності, де кожен фактор пов'язується з відповідними показниками діяльності, що сприяє їх точному моніторингу та управлінню [154].

Впровадження цього підходу дозволяє компанії ефективно використовувати свої обмежені ресурси для максимізації вартості, зосереджуючи зусилля на ключових аспектах, які сприяють її довгостроковому розвитку.

Розглянемо основні фактори впливу на вартість компанії за методом дисконтування грошових потоків. Даними параметрами відповідно до фінансової

звітності ІТ-компаній можуть бути: чистий дохід; собівартість; витрати з податку на прибуток; адміністративні витрати; матеріальні та нематеріальні активи; амортизація; дебіторська та кредиторська заборгованість; запаси; вартість капіталу; податкова ставка; інші параметри.

Аналіз чутливості є одним із основних методів оцінки впливу різних факторів на вартість компанії. Цей метод полягає в тому, що ключові показники, які мають кількісний вплив на діяльність компанії, змінюються по черзі, зазвичай на фіксований відсоток (наприклад, 1%). Виходячи з цього, обчислюється нова оцінка вартості компанії. Результат порівнюється з базовим сценарієм, і ступінь зміни вартості показує еластичність або чутливість до кожного фактору. На основі отриманих даних формується «матриця чутливості», яка ілюструє, які фактори є найбільш ризиковими або найбільш критичними для вартості компанії [155].

Метод чутливості належить до групи методів моделювання. Хоча такі моделі не відтворюють реальний процес точно, вони ефективно відображають взаємозв'язки між показниками, дозволяючи інтегрувати інформацію з різних джерел. Найбільш поширеною формою аналізу чутливості є детермінований підхід, у якому дослідник обирає ряд факторів і варіює їхні значення в заданих межах від базового значення [156].

Для проведення аналізу чутливості в управлінні вартістю компанії слід пройти кілька етапів:

- Побудова математичної моделі. Встановлюється зв'язок між результативним і факторними показниками, який часто можна описати за допомогою економетричних моделей. Спочатку проводиться специфікація моделі, тобто визначення форми зв'язку, після чого обчислюються параметри рівняння. Наприклад, для оцінки вартості компанії можна використовувати метод дисконтування грошових потоків (DCF), де різні фактори (обсяг продажів, витрати, податки) впливають на кінцеву вартість.

- Визначення діапазону зміни факторів. Кожному показнику присвоюються можливі діапазони коливань (від мінімального до максимального значення). Це дозволяє досліджувати, як варіація факторів у межах визначеного діапазону вплине на загальну оцінку.

- Послідовне варіювання факторів. Кожен фактор змінюється у визначеному діапазоні, і аналізується, як це впливає на результативний показник. Так досліджується, як зміна кожного показника впливає на вартість компанії.

Однофакторний аналіз чутливості дозволяє варіювати один показник за раз, що є простим у застосуванні. У багатофакторному аналізі варіюються декілька змінних одночасно, що робить аналіз більш комплексним, але менш наочним. Аналіз чутливості допомагає краще зрозуміти, які показники є найбільш критичними для вартості компанії та де існують найбільші ризики, що сприяє прийняттю обґрунтованих рішень для максимізації вартості бізнесу.

Застосуємо однофакторний аналіз чутливості для визначення впливу податкової ставки на вартість компанії (табл. 2.20).

Таблиця 2.20

Однофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Епам Системз» щодо зміни податкової ставки

Податкова ставка	Вартість компанії за методом DCF
16%	8 439 756 тис. грн.
17%	8 378 766 тис. грн.
18%	8 317 777 тис. грн.
19%	8 256 788 тис. грн.
20%	8 195 799 тис. грн.

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116]

Однофакторний аналіз чутливості демонструє, як змінюватиметься вартість компанії при різних значеннях податкової ставки ($\pm 1\%$), за умови, що інші показники, закладені в методі дисконтування грошових потоків (DCF), залишаються стабільними. Наприклад, якщо податкова ставка зросте на 1% без

зміни інших параметрів, вартість компанії ТОВ «Епам Системз» зменшиться на 62 446 тис. грн (-0,73%) завдяки впливу цього фактору на загальну оцінку за методом DCF.

Загалом, зростання податкової ставки на 1% впливає на вартість аналізованих ІТ-компаній наступним чином (рис. 2.7).

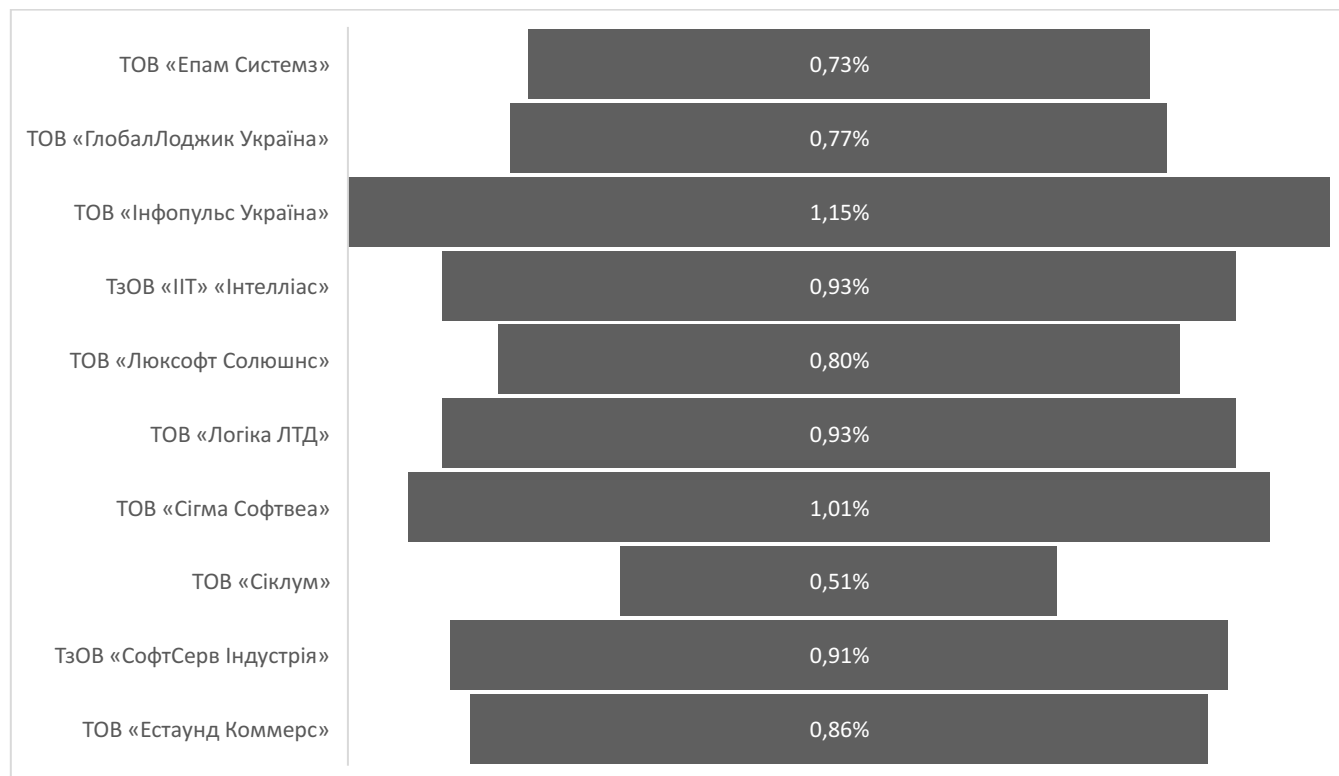


Рис. 2.7. Однофакторний аналіз чутливості вартості ІТ-компаній щодо зміни податкової ставки на 1%

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Діаграма відображає, що збільшення податкової ставки на 1% має відносно невеликий, але помітний вплив на вартість аналізованих компаній. Чутливість до зміни варіюється серед компаній, вказуючи на різний рівень впливу податкових витрат на їхню загальну вартість. ТОВ «Інфопульс Україна» та ТОВ «Сігма Софтвеа» демонструють найбільшу чутливість (1,15% та 1,01% відповідно), що свідчить про більш істотний вплив податкових змін на вартість цих компаній. Це

пов'язано зі структурою витрат та рівнем залежності від чистого прибутку. ТОВ «Сіклум», із найнижчим показником чутливості (0,51%), виявляє найменший вплив податкових змін на свою вартість через низький рівень прибутковості порівняно з чистим доходом. Всі інші компанії, мають середній рівень чутливості (від 0,73% до 0,93%), що вказує на відносно стабільну, але помітну зміну вартості при зростанні податкової ставки. Це є важливою статистикою на тлі потенційних змін податкової ставки в Україні.

На відміну від однофакторного аналізу, багатофакторний аналіз чутливості є складнішим, оскільки передбачає одночасну зміну кількох параметрів, що впливає на прогнозну оцінку вартості. Оптимальним у практиці оцінки вартості компанії є двофакторний аналіз, оскільки він забезпечує баланс між деталізацією та складністю моделювання.

Якщо необхідно оцінити вплив кількох взаємозалежних факторів, доцільно використовувати двофакторний аналіз чутливості для більшої наочності та об'єктивності результатів. Для прикладу, комбінація середньозваженої вартості капіталу та темпу безкінечного зростання надає можливість деталізовано оцінити вплив цих ключових показників на загальну вартість компанії (табл. 2.21).

Таблиця 2.21

Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Інфопульс Україна» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
1 878 114		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	29,60%	1 930 367	1 973 871	2 020 647	2 071 077	2 125 609
	30,60%	1 864 006	1 903 952	1 946 792	1 992 854	2 042 516
	31,60%	1 802 004	1 838 773	1 878 114	1 920 306	1 965 670
	32,60%	1 743 945	1 777 869	1 814 086	1 852 835	1 894 393
	33,60%	1 689 467	1 720 835	1 754 253	1 789 929	1 828 101

Джерело: розраховано та складено автором на основі [121]

Двофакторний аналіз чутливості відображає, як змінюється вартість компанії за різними комбінаціями середньозваженої вартості капіталу (WACC) та темпу зростання в постпрогнозному періоді (g). Наприклад, якщо WACC зросте на 1%, а темп зростання в постпрогнозному періоду теж збільшиться на 1%, то вартість компанії ТОВ «Інфопульс Україна» зменшиться на 25 279 тис. грн (-1,35%), що свідчить про те, що WACC є більш впливовим фактором на вартість компанії.

Загалом, в середньому зміна WACC та темп зростання в постпрогнозному періоді на 1% впливають на вартість аналізованих ІТ-компаній наступним чином (рис. 2.8).

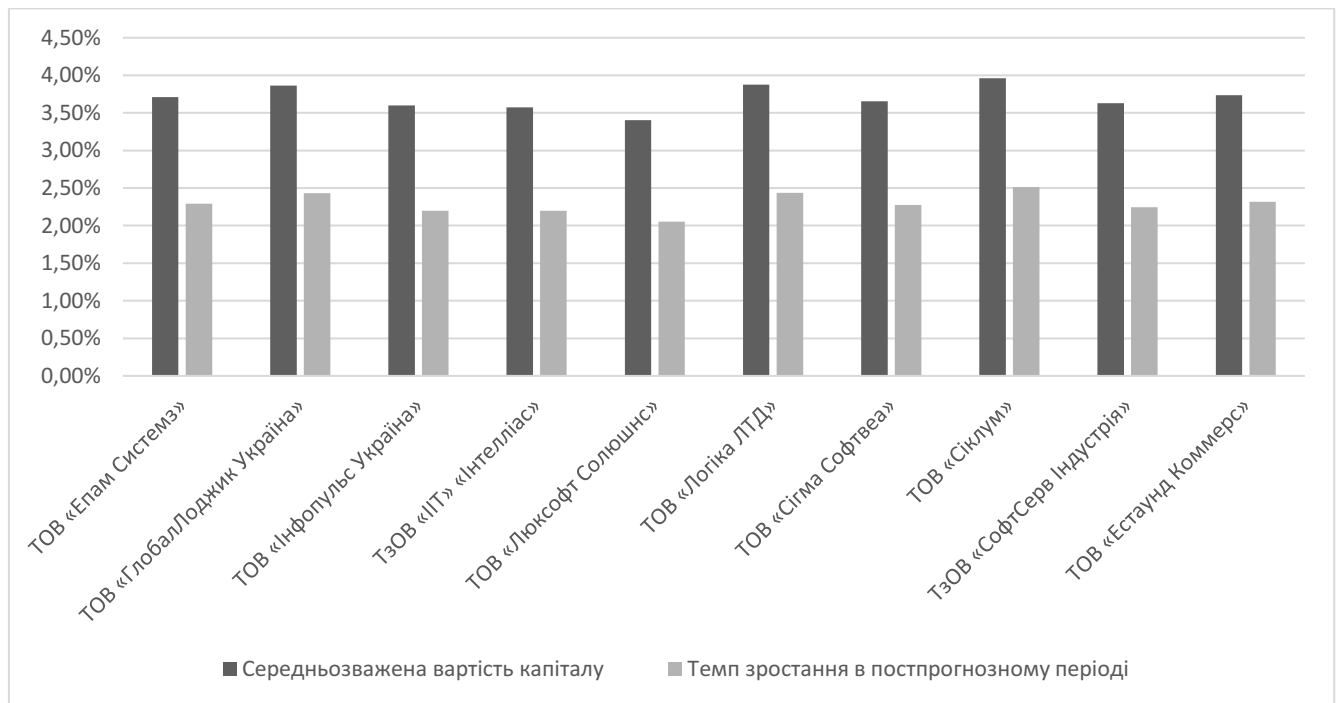


Рис. 2.8. Аналіз чутливості вартості ІТ-компаній щодо зміни середньозваженої вартості капіталу та темпу зростання в постпрогнозному періоді на 1%

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Згідно з двофакторним аналізом чутливості, середньозважена вартість капіталу та темп зростання в постпрогнозному періоді значно впливають на оцінку вартості компаній. Показники для всіх компаній свідчать про те, що зміна WACC

має сильніший вплив на оцінку вартості. Найбільш чутливою до зміни WACC є ТОВ «Сіклум» (3,96%), що вказує на сильну залежність її вартості від вартості капіталу. Це означає, що навіть незначні зміни у WACC можуть суттєво змінити загальну вартість компанії. ТОВ «Люксофт Солюшнс» та ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас» мають нижчий показник чутливості (3,40% та 3,58% відповідно) WACC на їх вартість порівняно з іншими компаніями (дані наведені у додатку Е).

Темп зростання в постпрогнозному періоді визначає майбутнє зростання доходів і, відповідно, впливає на термінальну вартість за методом DCF. Для аналізованих компаній цей показник коливається від 2,05% до 2,51%, з найбільшою чутливістю у ТОВ «Сіклум» та найменшою у ТОВ «Люксофт Солюшнс».

Аналіз чутливості показав, що зміна середньозваженої вартості капіталу має дуже значний вплив на оцінку вартості. Для компаній із високими показниками чутливості до WACC важливо ретельно контролювати вартість капіталу, оскільки будь-які коливання можуть суттєво змінити загальну вартість. З урахуванням того, що всі компанії в Україні мають високу середньозважену вартість капіталу через політичну та економічну нестабільність, пов'язану з війною, компаніям необхідно або мати дуже високий рівень доходності для компенсації ризиків, або оптимізувати їх структуру капіталу, і, відтак, фінансові ресурси. В сучасних умовах вартість власного капіталу є значно вищою за позиковий капітал, хоч і несе менше ризиків.

Ще одним інструментом аналізу, який дозволяє розрахувати ступінь чутливості показників вартості компанії, є коефіцієнт еластичності.

Коефіцієнт еластичності – це показник, що вимірює ступінь чутливості або зміни одного показника (залежної змінної) у відповідь на зміну іншого (незалежної змінної). Він виражається у вигляді відсоткової зміни однієї змінної у відповідь на зміну іншої змінної на 1%. Застосовується в різних сферах економічного аналізу, зокрема для оцінки того, як зміна певного фактору впливає на результативний показник, та допомагає зрозуміти природу взаємозв'язків між різними елементами компанії.

Використання коефіцієнтів еластичності витрат для різних елементів дозволяє оцінити, які витрати найбільше впливають на фінансові результати. Так, якщо на результативний показник Y здійснюють вплив n -факторних показників ($x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$), тобто $Y = f(x_1, x_2, x_3, \dots, x_n)$, то коефіцієнт еластичності за фактором x розраховується таким чином:

$$KE_x = \frac{y_2 - y_1}{y_1} / \frac{x_2 - x_1}{x_1}, \quad (2.10)$$

де KE_x – коефіцієнт еластичності за фактором x ;

y_1, y_2 – значення результативного показника відповідно після та до зміни;

x_1, x_2 – значення факторного показника після та до зміни.

Коефіцієнти еластичності для компанії ТОВ «Епам Системз» на основі методу дисконтування грошових потоків з метою визначення ключових факторів впливу на вартість компанії наведені у табл. 2.22:

Таблиця 2.22

Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ «Епам Системз» за методом DCF у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	8 317 777	↑1%	8 698 118	4,57
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	8 638 721	3,86
Дебіторська заборгованість		↑1%	8 413 290	1,15
EBITDA		↑1%	8 393 904	0,92
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	8 348 718	0,37
Капітальні інвестиції		↓1%	8 330 689	0,16
Адміністративні витрати		↓1%	8 328 130	0,12
Кредиторська заборгованість		↓1%	8 322 289	0,05

Джерело: розраховано автором на основі [116]

Згідно результатам розрахунку, найбільший вплив на вартість компанії ТОВ «Епам Системз» має чистий дохід від реалізації продукції з коефіцієнтом еластичності 4,57%. Це свідчить про те, що зміна в доходах компанії суттєво позначиться на її вартості, тому управління доходами є пріоритетним. Собівартість реалізованої продукції також має значний вплив (3,86%), що підкреслює важливість оптимізації витрат. Фактори EBITDA (0,92%) та дебіторська заборгованість (1,15%) мають помірний вплив, а зміни в оборотному капіталі (0,37%), адміністративні витрати (0,12%) і капітальні інвестиції (0,16%) є незначними. Зміна кредиторської заборгованості (0,05%) майже не впливає на кінцеву вартість порівняно з іншими показниками.

Якщо порівнювати коефіцієнти еластичності з іншими компаніями, то спостерігаються схожі коефіцієнти. Наприклад, ключовим фактором впливу на вартість ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» також є чистий дохід від реалізації (7,13%). Собівартість реалізованої продукції також має суттєвий вплив (6,27%). Інші фактори, як EBITDA (0,99%) та дебіторська заборгованість (0,96%), мають менший вплив, тоді як зміни в оборотному капіталі (0,39%), капітальні інвестиції (0,25%) і адміністративні витрати (0,21%) є менш значними. Кредиторська заборгованість (0,05%) також має мінімальний вплив на показник вартості (дані наведені у додатку Є).

Загалом аналіз показує, що чистий дохід і собівартість реалізованої продукції є ключовими факторами, які найсильніше впливають на вартість для всіх розглянутих ІТ-компаній, EBITDA та дебіторська заборгованість мають на такий значний, але відчутний вплив, тоді як інші показники відіграють меншу роль у формуванні їх вартості.

Для виявлення ключових факторів впливу на вартість компаній були розраховані медіанні коефіцієнти еластичності на всіх аналізованих компаній (додаток Є). Результати розрахунків коефіцієнтів еластичності представлені на рис. 2.9.

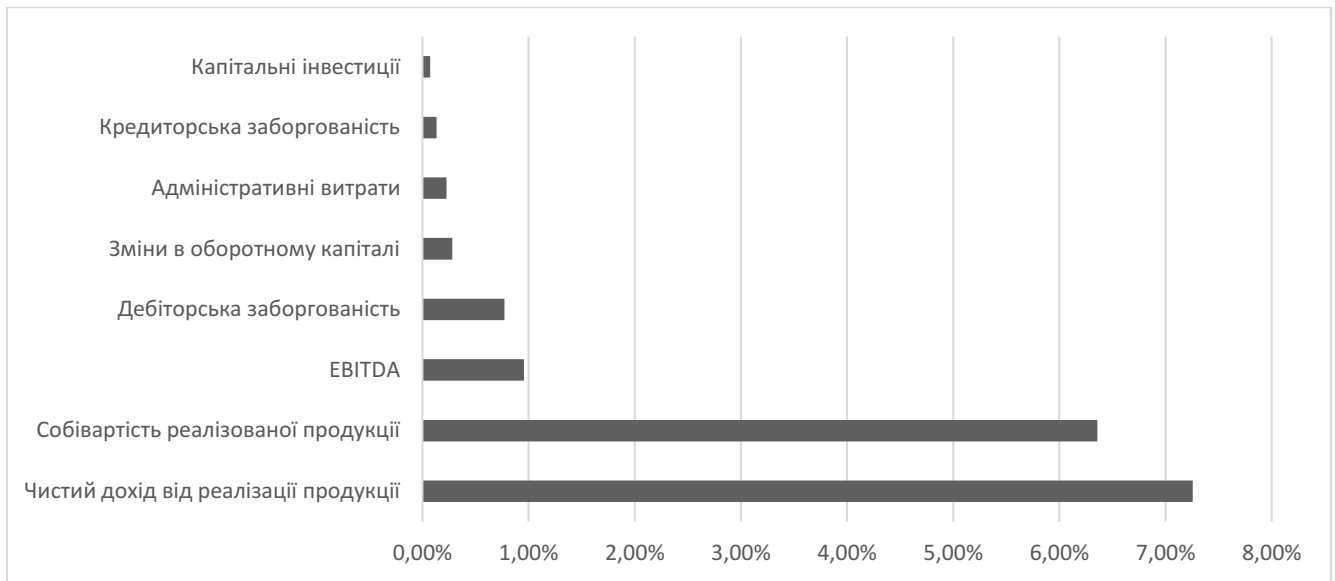


Рис. 2.9. Найбільш впливові фактори на вартість ІТ-компаній

Джерело: розраховано автором на основі [116-125]

Найбільш впливовим показником згідно коефіцієнтам еластичності є чистий дохід від реалізації продукції (7,26%). Для ІТ-компаній пріоритетом є максимізація доходу від реалізації продукції, що може бути досягнуто через розширення клієнтської бази, підвищення продажів і оптимізацію маркетингових стратегій.

Собівартість реалізованої продукції (6,36%) є другим за впливом фактором, що показує, наскільки важливо контролювати витрати на виробництво. Зниження собівартості через оптимізацію процесів, автоматизацію та використання сучасних технологій дозволить ІТ-компанії зменшити витрати та збільшити прибутковість, що позитивно відобразиться на її вартості. Зниження собівартості є особливо актуальним в умовах обмежених ресурсів, коли мінімізація витрат має вирішальне значення.

EBITDA має медіанний коефіцієнт еластичності в 0,96%. Хоча цей показник має меншу еластичність, він залишається важливим індикатором загальної операційної ефективності компанії. Для ІТ-компаній зростання EBITDA означає збільшення прибутковості, яка сприяє зростанню вартості. Показник EBITDA є ключовим як для аналізу за методом дисконтованих грошових потоків, так і за

методом мультиплікаторів. З огляду на обмежені фінансові ресурси, ІТ-компанії можуть оптимізувати операційні процеси, щоб підвищити EBITDA і, відповідно, свою вартість.

Дебіторська заборгованість впливає на 0,77%. Контроль за дебіторською заборгованістю дозволяє ІТ-компаніям своєчасно отримувати кошти від клієнтів, що знижує ризик виникнення проблем із ліквідністю. Зменшення дебіторської заборгованості покращує фінансові потоки, знижує потребу в зовнішньому фінансуванні та зменшує ризики, що позитивно впливає на вартість компанії.

Коефіцієнт еластичності зміни в оборотному капіталі дорівнює 0,28%. Цей показник відображає вплив змін у короткострокових активах та зобов'язаннях на вартість компанії. Хоча його еластичність невагома, ефективне управління оборотним капіталом може зменшити потребу у фінансуванні, що важливо для ІТ-компаній за умов обмежених фінансових ресурсів. Оптимізація оборотного капіталу допомагає підтримувати стабільний грошовий потік і скорочувати витрати на позиковий капітал.

Невелику еластичність також мають адміністративні витрати (0,23%), що свідчить про те, що зниження адміністративних витрат має обмежений вплив на вартість компанії, але все ж може сприяти покращенню фінансової стабільності. Скорочення непродуктивних витрат, таких як витрати на адміністрацію, дозволяє компанії спрямовувати вивільнені кошти на більш значущі для зростання вартості проекти.

Вплив кредиторської заборгованості складає 0,13%. Незважаючи на обмежений вплив, управління нею може зменшити потребу у фінансуванні ззовні. Вчасне узгодження з постачальниками та оптимізація графіка платежів сприяють зниженню фінансового тиску та покращенню ліквідності.

Капітальні інвестиції (0,07%) для більшості ІТ-компаній є найменш впливовим фактором зростання вартості. Проте для довгострокового зростання компанії важливо здійснювати стратегічні інвестиції в розвиток технологій і нових

продуктів. ІТ-компанії можуть спрямовувати обмежені кошти на найбільш перспективні напрямки, щоб забезпечити ріст вартості в майбутньому.

Звісно, це далеко не всі фактори, що впливають на вартість компанії. Існує також багато внутрішніх, зовнішніх та нефінансових факторів, які, тим не менш, визначають ситуацію на ринку ІТ, наприклад: рівень застосовуваних технологій, якість продукції, імідж компанії, стан корпоративного управління, політичні, ринкові та соціальні фактори тощо [157]. Всі ці чинники можуть впливати на вартість, але їх вплив або, важко, або зовсім неможливо відстежити використовуючи аналіз або економіко-математичні моделі. Тому в управлінні вартістю компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів головною метою є визначення ключових факторів впливу, за рахунок яких менеджмент компаній може виявити основні напрями покращення ефективності діяльності компанії і шляхи максимізації її вартості.

Таким чином, управління внутрішніми факторами, зокрема ефективно планування витрат, оптимізація структури капіталу, впровадження інноваційних рішень, дозволить досягати підвищення продуктивності та прибутковості. Саме ці аспекти є ключовими для максимізації вартості компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, зміцнення її ринкової позиції та довгострокового зростання.

Висновки до розділу 2

В результаті проведеного дослідження щодо практичних аспектів управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів були отримані наступні висновки:

1. Запропоновано алгоритм управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, який складається з таких етапів: встановлення мети управління вартістю компанії; аналіз галузі та фінансового стану компанії; вибір оптимальних підходів і методів оцінки вартості компанії; оцінка вартості компанії;

виявлення ключових факторів впливу на вартість компанії; визначення напрямів підвищення вартості компанії та впровадження обраних напрямів підвищення вартості компанії.

2. Проаналізовані тенденції розвитку та поточний стан ІТ-індустрії України. Виявлено, що технологічний сектор залишається найбільшим серед експортних галузей України та є експортною галуззю, яка не споживає природних ресурсів і не вимагає великих капіталовкладень. З'ясовано, що ІТ галузь має стабільну тенденцію до зростання за виключенням 2023 р. Внаслідок впливу зовнішніх факторів економічна діяльність в Україні для ІТ-компаній пов'язана з ризиками, які не є типовими для розвинених країн.

3. На основі проведеного фінансового стану українських сервісних ІТ-компаній з'ясовано, що компанії стикаються з викликами, які впливають на їх фінансову та операційну діяльність: основні фінансові показники, такі як рентабельність та ділова активність компаній, показали тенденцію до зниження у 2023 році. Обґрунтовано, що продовження тенденцій останніх років може спричинити тимчасову нестачу робочої сили, необхідної для здійснення щоденної операційної діяльності компаній.

4. Оцінено вартість ІТ-компаній з урахуванням обмежених фінансових ресурсів. Отримані результати оцінки за методом дисконтування грошових потоків показали низьку вартість компаній у зв'язку з великими ризиками продовження діяльності, високою середньозваженою вартістю капіталу та значним зниженням попиту на ІТ-послуги серед іноземних компаній, які є основними споживачами ІТ-послуг компаній, діяльність яких аналізується. Обґрунтовано, що занижені результати оцінки пов'язані з недосконалістю методу DCF в прогнозуванні майбутньої діяльності компаній та її довгострокових фінансових потоків при нестабільній економіці в умовах воєнного стану. Виявлено, що вартість ІТ-компаній за методом мультиплікаторів є набагато вищою, ніж на основі методу дисконтування грошових потоків, адже порівняльний аналіз дозволяє врахувати

вплив попиту та пропозиції на вартість компанії, оскільки фактична ціна угоди враховує поточну ринкову ситуацію. Висвітлено, що метод порівняльного підходу призначений для аналізу в коротко- та середньостроковій перспективі, але за допомогою порівняльного аналізу важко оцінити компанії, які були продані в нетипових умовах.

5. Запропоновано підхід до оцінки вартості компанії з урахуванням чинників обмежених фінансових ресурсів, оснований на поєднанні методів доходного та порівняльного підходів для отримання об'єктивної оцінки вартості ІТ-компаній, що дозволить врахувати цілий ряд важливих факторів, таких як: ризик, інфляція, ринкова ситуація, фінансова стійкість, обмеження фінансових ресурсів та можливості економічного зростання компанії. Визначено, що така оцінка дозволить розрахувати справедливую вартість компанії, адже більшість інвесторів орієнтовані не лише на вирішення тактичних завдань щодо максимізації доходів та прибутку, а й на досягнення стратегічних цілей максимізації вартості компанії, як ключового показника ефективності управління.

6. Обґрунтовано науково-методичні положення щодо визначення факторів впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів, які полягають в застосуванні аналізу чутливості, коефіцієнтів еластичності, аналізу структури фінансових ресурсів та методу дисконтування грошових потоків. Застосування аналізу чутливості показало, що зміна середньозваженої вартості капіталу є одним з найбільш впливових факторів на оцінку вартості компаній. Визначено коефіцієнти еластичності та проведено ранжування за силою впливу на вартість ІТ-компаній, а саме: чистий дохід, собівартість, EBITDA (прибуток до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань), дебіторська заборгованість, зміни в оборотному капіталі, адміністративні витрати, кредиторська заборгованість, капітальні інвестиції.

Отримані у другому розділі результати дисертаційного дослідження частково висвітлені у працях автора [65, 68, 127, 152].

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ ЗА УМОВ ОБМЕЖЕНИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ

3.1. Науково-методичні положення щодо оптимізації структури фінансових ресурсів компанії

Фінансові ресурси є не тільки основою для створення бізнесу, але й фактором його стабільності, ефективності, конкурентоспроможності та інвестиційної активності. На сьогодні існує багато проблем, пов'язаних із формуванням та раціональним використанням фінансових ресурсів. Одне з основних завдань – це визначення джерел фінансових ресурсів та забезпечення їх зростання. Для збільшення фінансових ресурсів необхідно постійно контролювати фактори їх змін, що стане основою для формування управлінських рішень та їх ефективного практичного впровадження [158, с. 42].

Етапами оптимізації фінансових ресурсів компанії є визначення стійких джерел фінансування бізнесу та їх прийнятної вартості з урахуванням ризику, формування оптимальних обсягів і термінів кредиторської заборгованості, а також доцільність залучення кредитних ресурсів на основі актуальної ефективної ставки. Усі ці аспекти потребують обґрунтованих управлінських рішень для підтримання прибутковості бізнесу та фінансової стійкості [159, с. 106].

В умовах обмежених фінансових ресурсів на ринку капіталу українські компанії залежать від вартості та доступності цього капіталу. Оптимізація структури капіталу разом із мінімізацією його вартості стає одним із ключових критеріїв ефективного управління компанією, а отже, впливає і на її вартість. Наявність достатнього обсягу капіталу в компанії не гарантує успішної фінансово-господарської діяльності. У цьому контексті значну роль відіграє побудова оптимальної структури фінансових ресурсів, яка дозволяє не лише підвищити

прибутковість компанії, а й збільшити її вартість. Таким чином, оптимальна структура капіталу є одним із основоположних принципів його формування [160].

Оптимальну структуру капіталу розглядають як раціональне співвідношення власного та запозиченого капіталу. Неефективна структура капіталу може призвести до дефіциту фінансових ресурсів, втрати фінансової стійкості та зниження синергетичного ефекту, що сприяє погіршенню фінансового стану компанії. Основними принципами формування капіталу компанії є (рис. 3.1):

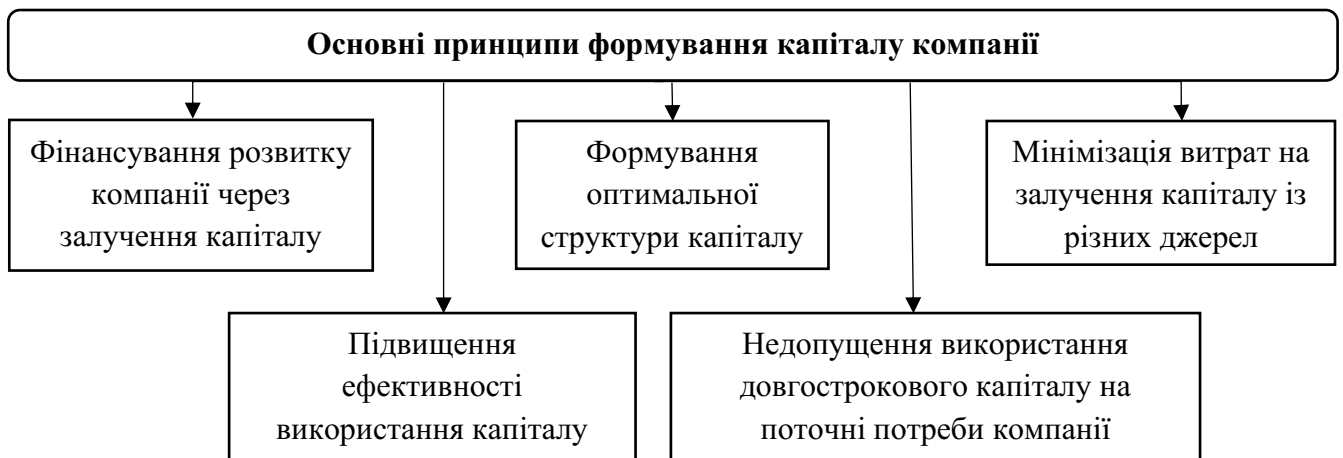


Рис. 3.1. Основні принципи формування капіталу компанії

Джерело: побудовано автором

Основні ознаки ефективної структури капіталу компанії включають:

- інтенсивний розвиток компанії;
- безперервність виробничого процесу;
- високу швидкість обороту капіталу;
- баланс між дохідністю капіталу та рівнем ризику, який бере на себе компанія;
- коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу, що перевищує середньозважену вартість капіталу компанії;
- збільшення вартості компанії з кожним наступним періодом [161, с. 85].

Знаходження оптимальної структури фінансових ресурсів є головним і складним завданням, яке вирішується в процесі управління компанією. Основні переваги та недоліки джерел формування фінансових ресурсів наведено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Переваги та недоліки джерел формування фінансових ресурсів

Джерело формування фінансових ресурсів	Переваги	Недоліки
Власний капітал	• Простота залучення. • Забезпечення фінансової стійкості та платоспроможності у довготерміновому періоді. • Зниження ризику банкрутства. • Висока здатність генерувати прибуток. • Підвищення кредитоспроможності компанії.	• Обмеженість обсягу залучення в умовах нестачі чистого прибутку для виплати дивідендів. • Висока вартість. • Виключається можливість зростання рівня рентабельності за рахунок залучення позичених джерел фінансування.
Позиковий капітал	• Більші обсяги залучення, особливо при високому кредитному рейтингу. • Можливість зростання фінансового потенціалу компанії. • Здатність генерувати збільшення рівня рентабельності власного капіталу за рахунок ефекту фінансового важеля. • Нижча вартість у порівнянні з власним капіталом. • Використання механізму податкового коректора. • Різноманітність джерел і можливість пошуку більш дешевого позикового капіталу.	• Ризик втрати фінансової стійкості та платоспроможності. • Можливість банкрутства в разі несплати боргу. • Висока залежність вартості позиченого капіталу від кон'юнктури фінансового ринку. • Зменшення розміру прибутку у зв'язку з необхідністю сплачувати відсотки. • Обмеженість напрямів використання позики договором кредитування, цільове спрямування. • Наявність штрафних санкцій за порушення умов надання кредиту. • Складність процедури залучення.

Джерело: складено автором на основі [162, 163, 164]

Оптимальною слід вважати таку структуру джерел фінансування, в якій значення фінансових ризиків знаходяться в межах допустимих норм, середньозважена вартість фінансових ресурсів є мінімальною, показники економічної рентабельності та рентабельності реалізації досягають запланованих рівнів, платоспроможність, ліквідність та коефіцієнти знаходяться в межах нормативних значень. Важливо зазначити, що основними цілями стратегій

оптимізації фінансових ресурсів компаній є підвищення прибутку і рентабельності, мінімізація фінансових ризиків та вартості залучення капіталу, що призводить до сталого зростання компанії та підвищення її вартості.

Процес оптимізації співвідношення джерел фінансування компаній повинен враховувати: аналіз капіталу та основних факторів, що впливають на його структуру; оптимізацію співвідношення власних і позикових джерел фінансування за критерієм максимізації вартості компанії; мінімізацію вартості капіталу і рівня фінансових ризиків, формування показника цільової структури фінансових ресурсів [162, с. 173]. Результати аналізу джерел формування капіталу ІТ-компаній відображені на рис. 3.2.

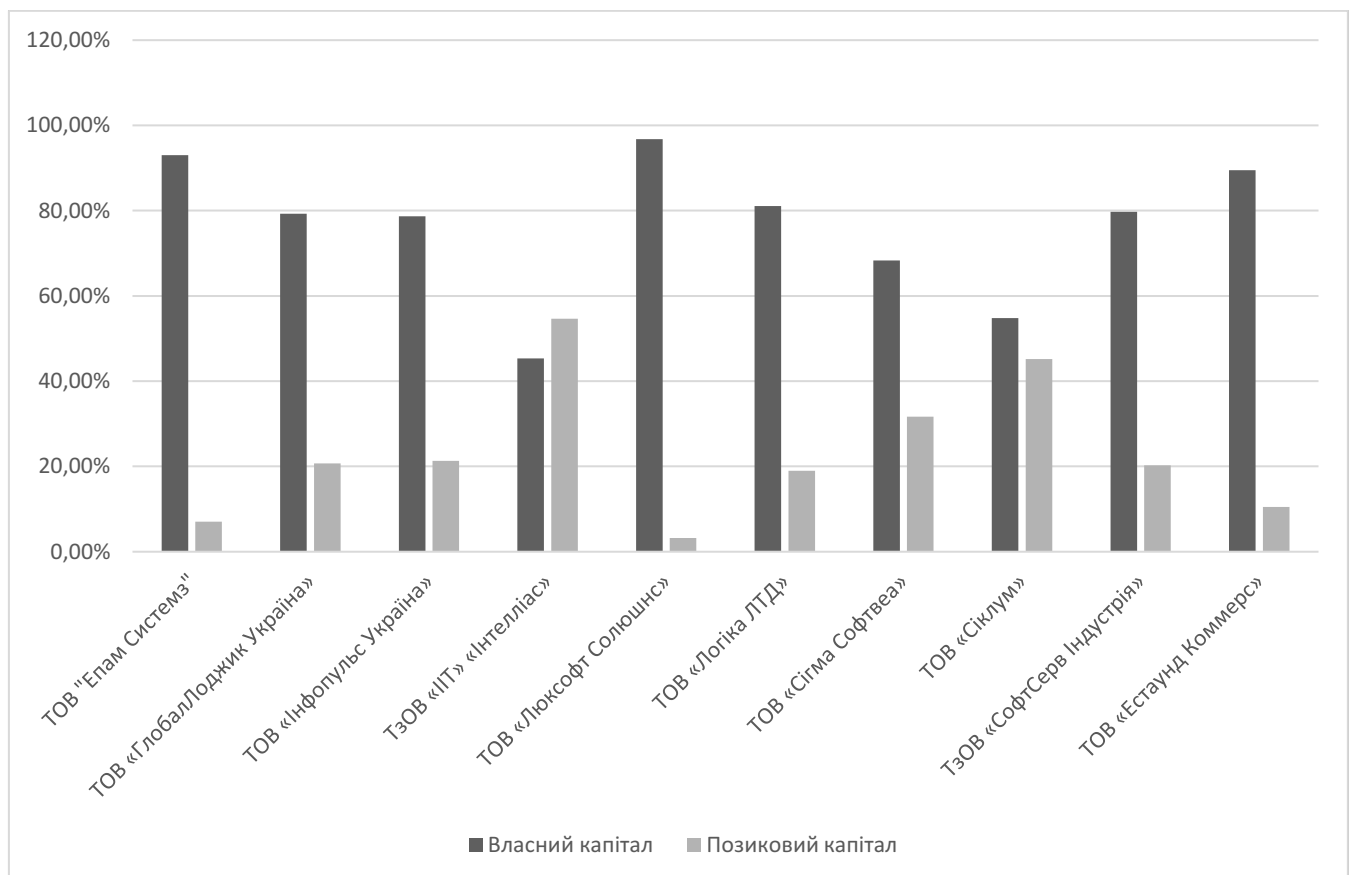


Рис. 3.2. Джерела формування капіталу ІТ-компаній, 2023 р.

Джерело: розраховано автором на основі [116-125]

Аналіз капіталу ІТ-компаній свідчить, що власний капітал у більшості компаній, за виключенням ТЗОВ «ІІТ» «Інтелліас», значно перевищує позиковий. Власний капітал переважно складається з нерозподіленого прибутку. Політична та економічна нестабільність спричиняють додаткові ризики у вигляді високого рівня інфляції, потенційних збитків від втрати власності компанії, блекаутів. Все це потребує високий рівень доходності для компенсації ризиків, тому що компаніям набагато складніше залучати інвестиції.

Більша частина позикового капіталу складається з кредиторської заборгованості. ІТ-компанії майже не використовуються позики банків, гранти та інші інструменти позикового капіталу. Аналіз фінансового стану останніх років вказує на те, що компанії почали довше затримувати виплати своїм постачальникам.

При виборі найкращої стратегії фінансування необхідно вибрати відповідні джерела, грошові потоки, терміни окупності та строки повернення. Все це має забезпечити повне фінансування компаній і ефективне використання капіталу для виконання своїх зобов'язань. Політика формування структури фінансових ресурсів має забезпечувати таке поєднання власних і позикових джерел фінансування, яке сприятиме зростанню прибутковості капіталу, платоспроможності, фінансовій стабільності, зниженню фінансових ризиків і середньозваженої вартості капіталу тощо [165].

Існують наступні методи оптимізації структури капіталу:

1. Оптимізація структури капіталу шляхом управління величиною ефекту фінансового левериджу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Цей метод орієнтований на оцінку рентабельності власного капіталу при різних рівнях фінансового важеля. Він дозволяє дослідити взаємозв'язок між чистим і валовим прибутком компанії та обсягом залученого позикового капіталу. Оптимальним є таке співвідношення власного і позикового капіталу, при якому досягається максимальне зростання рентабельності власного

капіталу та максимальний ефект від використання фінансового левериджу [166, с. 300]. Наприклад, ІТ-компанії можуть використати фінансовий леверидж для залучення безпечного обсягу позикових коштів, який можна використати на інвестиції у штучний інтелект або автоматизацію, що підвищить операційну ефективність та рентабельність. Недоліком цієї моделі є те, що ефект фінансового левериджу позитивно впливає на прибутковість власного капіталу, проте водночас може призвести до погіршення фінансового стану, зокрема до зниження платоспроможності. Також застосування фінансового левериджу базується на рентабельності активів, що не завжди є раціональним для ІТ-компаній. Більша частина активів ІТ-компаній складається з поточної дебіторської заборгованості, тоді як основні засоби займають лише малу частину активів або зовсім відсутні.

2. Мінімізація фінансових ризиків передбачає ретельний вибір джерел фінансування для різних типів активів компанії. З цією метою активи поділяють на три основні групи:

- постійна частина оборотних активів – стабільна частка оборотних активів, необхідна для безперервної операційної діяльності, яка не залежить від коливань обсягу виробництва. Вона не пов'язана з формуванням сезонних або довгострокових запасів і слугує мінімальним необхідним рівнем для підтримки поточних операцій;
- змінна частина оборотних активів – змінний компонент, що коригується залежно від обсягу виробництва та сезонності. Ця частина забезпечує потребу у формуванні запасів для сезонного зберігання, довгострокового забезпечення, а також задоволення цільових запитів у різні періоди;
- необоротні активи – довгострокові ресурси, які підтримують виробничу діяльність компанії.

Даний метод орієнтований на управління активами, що не є ключовими факторами впливу на вартість ІТ-компаній. Також мінімізація фінансових ризиків спрямована на забезпечення фінансової стійкості та зниження залежності від

зовнішнього фінансування, однак не створює умов для подальшого зростання, що суперечить принципу максимізації вартості компанії.

3. Визначення цільової структури капіталу включає встановлення граничних значень, що поєднують максимально можливу рентабельність та мінімальний ризик. Ці межі допомагають визначити можливі варіанти капітальної структури на плановий період. Під час вибору таких значень враховуються всі фактори, що характеризують специфіку діяльності компанії. Прийняте рішення дозволяє сформулювати показник «цільової структури капіталу», який стане основою для подальшого залучення фінансових ресурсів з відповідних джерел у майбутньому. Цей метод також не створює умов для довгострокового зростання, а лише компанію гнучкості при виборі структури фінансових ресурсів.

4. Оптимізація структури капіталу на основі критерію мінімізації вартості капіталу передбачає попередню оцінку різних варіантів залучення власного та позикового капіталу. У процесі цього аналізу для кожного варіанту розраховується середньозважена вартість капіталу, щоб обрати структуру, яка забезпечує найнижчі фінансові витрати.

З урахуванням того, що середньозважена вартість капіталу є одним із найбільш впливових факторів на вартість ІТ-компаній, цей метод є найкращим з представлених. Метод оптимізації допомагає вибрати найбільш вигідні джерела фінансування, зокрема венчурний капітал або інвестиції від бізнес-ангелів, що допоможе зменшити витрати на капітал та забезпечити сталий розвиток. Також компанії можуть коригувати свою структуру капіталу, наприклад, за умов зміни процентних ставок або коливань на фондових ринках, щоб мінімізувати витрати на капітал. Даний метод може бути поєднаний з таким методом оцінки, як дисконтування грошових потоків, в якій можна розрахувати різні варіанти середньозваженої вартості капіталу, на основі розрахунків аналізу чутливості, аналізу сценаріїв та коефіцієнтів еластичності, щоби знайти оптимальне значення, яке максимізує вартість компанії. При цьому мінімізація середньозваженої вартості

капіталу може спричинити зростання фінансових ризиків через підвищення частки позикових коштів, тому оптимальною структурою капіталу буде вважатися та, де при максимізації вартості компанії показники ліквідності та платоспроможності є близькими до нормативних.

Таким чином, для застосування методу оптимізації структури капіталу на основі мінімізації вартості капіталу, необхідно враховувати чинники обмеженості фінансових ресурсів, а саме: недоступність та висока вартість залучення капіталу; низький рівень фінансової стійкості компанії під впливом зовнішніх факторів; низький рівень інвестиційної привабливості компанії. Нами пропонується наступний підхід щодо оптимізації структури капіталу в умовах обмежених фінансових ресурсів компанії (рис. 3.3).

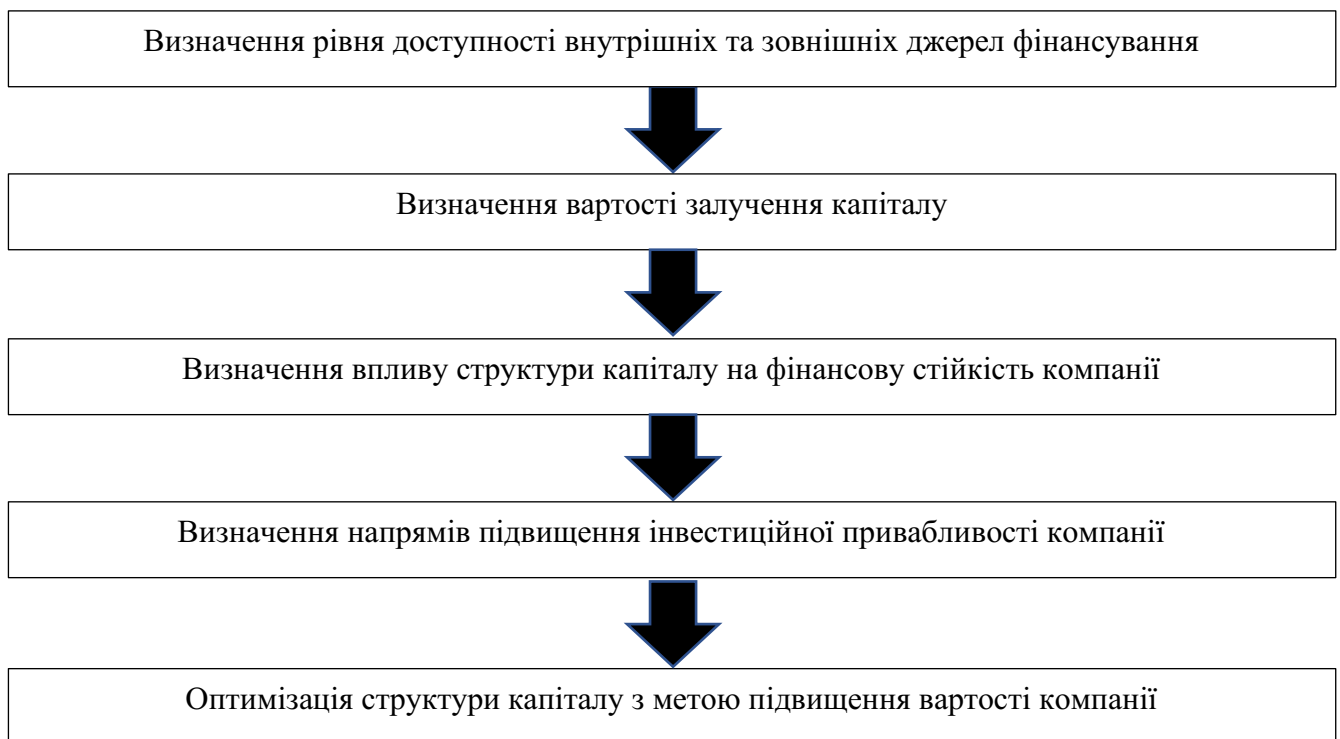


Рис. 3.3. Підхід щодо оптимізації структури капіталу в умовах обмежених фінансових ресурсів

Джерело: побудовано автором

Перший етап оптимізації структури капіталу полягає у визначенні рівня доступності компанії до внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування. Зокрема, йдеться про можливість залучення позик, випуску акцій, отримання інвестицій або використання власного прибутку.

Незважаючи на стабілізаційні заходи, що вживаються Урядом України з метою підтримки виробничого та фінансового сектору та забезпечення ліквідності українських банків і компаній, існує невизначеність щодо можливості доступу до джерел капіталу, а також вартості капіталу для компаній, що може вплинути на фінансовий стан, результати діяльності та економічні перспективи ІТ-компаній. Військові дії в окупованих та прифронтових регіонах стали новим обмежувальним фактором, який спричинив скорочення ІТ-активності та переміщення компаній у безпечніші регіони.

Економіка України є чутливою до впливу ринкових коливань і зниження темпів економічного зростання у світовій економіці. На сьогоднішній день економіка України переживає важкий етап економічної та політичної кризи. На українську економіку впливають ринкові коливання та загальносвітове падіння темпів економічного розвитку, що призводить до нестабільності на ринках капіталу, суттєвого погіршення ліквідності у банківському секторі, ускладнення умов кредитування в Україні, що впливає на економічний та інвестиційний клімат всередині країни. До певної міри кредитування обмежується посиленням кредитних стандартів банків та зниженням ризик-апетиту. З початку вторгнення у відповідях на опитування про умови кредитування банки зазначали про посилення стандартів кредитування та зниження рівня схвалення кредитних заявок.

Протягом 2022 року, всі рейтингові агенції погіршили кредитний рейтинг України. 20 травня 2022 року Moody's Investors Service знизив рейтинг до Caa3 [168], 27 травня 2022 року Standard & Poor's знизив рейтинг до рівня CCC+ з переглядом можливого зниження [169], 22 липня 2022 року Fitch знизив рейтинг до рівня C, з 18 серпня 2022 року Fitch підвищило довгостроковий кредитний рейтинг

України в іноземній валюті з рівня RD до CC, у зв'язку з реструктуризацією зовнішніх зобов'язань України [170]. Водночас, 21 червня 2022 року Національний банк України змінив офіційний курс гривні щодо долара з 29.25 гривень за 1 долар США до 36.57 гривень за 1 долар США.

Намагаючись стабілізувати фінансову систему України, НБУ ввів певні адміністративні обмеження на операції з конвертації валюти та платежі за кордон. Цей крок розглядався як перехід НБУ від режиму гнучкого обмінного курсу до режиму фіксованого обмінного курсу, з утриманням постійного курсу 36,57 грн за 1 долар США з 21 липня 2022 року. Незважаючи на загальну нестабільність у країні, банківська система продовжувала функціонувати, залишаючись стабільною з достатньою ліквідністю та пропонуючи стандартні банківські послуги своїм клієнтам. Крім того, завдяки значній фінансовій підтримці, отриманій у 2022 році, та експорту з України, НБУ вдалося збільшити свої валютні резерви до 28,5 мільярдів доларів США на кінець року, перевищивши правило трьох місяців критичного імпорту. Сильна фінансова підтримка та експорт також допомогли послабити тиск на гривню на валютному ринку [167].

Загалом, макроекономічні показники виявилися надійнішими, ніж передбачалось спочатку. Впродовж 2023 року економіка відновлювалася завдяки високій адаптивності бізнесу та населення до умов війни та м'якій фіскальній політиці, що підтримувалася масштабним міжнародним фінансуванням. В 2023 році ситуація в економіці стабілізувалася: річна інфляція знизилась з 26,6% (2022 рік в цілому) до 5,1% (2023 рік в цілому), безробіття зменшилось з 25% (грудень 2022 року) до 16% (грудень 2023 року), а реальний ВВП виріс на 5,7% (після падіння на 30,3% у 2022 році). Це супроводжувалось зниженням облікової ставки НБУ з 25% (грудень 2022 року) до 15% (грудень 2023 року) та скасуванням політики прив'язки обмінного курсу. Зовнішня фінансова допомога та зобов'язання з подальшої фінансової підтримки відіграли ключову роль у підтриманні фінансової стабільності в Україні [171].

Проте є очікування сповільнення зростання. Водночас фінкальний баланс продовжує демонструвати значний дефіцит через витрати, пов'язані з національною безпекою. Загальна перспектива піддається значним ризикам, головним чином через підвищену невизначеність та потенційних затримок або дефіциту зовнішнього фінансування. Виходячи з прогнозів, у 2024 році реальний ВВП зросте на 3,5% передусім завдяки збереженню високих бюджетних витрат на тлі очікуваних обсягів міжнародної допомоги на достатньому рівні [172].

Вибір джерел фінансових ресурсів компаній відіграє важливу роль у формуванні фінансових ресурсів компаній. Окрім банківських та комерційних кредитів, одним з таких джерел є використання урядових стимулів і грантів. Уряди можуть надавати стимули та гранти для підтримки окремих галузей, проектів або стратегічних цілей. Шляхом постійного моніторингу таких можливостей компанії можуть оптимізувати свої фінансові ресурси, використовуючи ці програми для доступу до коштів або зменшення своїх податкових зобов'язань. Однак на практиці українські компанії не можуть використовувати дані джерела формування фінансових ресурсів. Це насамперед пов'язано з відсутністю підтримки з боку держави бізнесу в Україні та неможливістю отримання державних субсидій під час війни [173].

Ще однією опцією є застосовування диверсифікації джерел фінансування. Наприклад, компанії можуть покладатися на внутрішні джерела фінансування (як нерозподілений прибуток) для фінансування короткострокових потреб, і використовувати зовнішні джерела фінансування, (як банківські кредити та акціонерне фінансування) для фінансування довгострокових потреб. Реінвестування нерозподіленого прибутку в компанію замість його розподілу між акціонерами допомагає уникнути витрат на залучення зовнішнього капіталу. Це дозволить фінансувати нові проекти, що сприяють зростанню, підвищуючи конкурентоспроможність і збільшуючи вартість компанії [174, с. 659]. Ефективніше управління кредиторської заборгованістю дозволить відстрочити платежі за

отримані послуги, що тимчасово зберігає обігові кошти, які можна спрямувати на поточні потреби компанії, не відволікаючись на миттєві виплати, що особливо корисно для підтримання ліквідності.

Компанії можуть створювати стратегічні партнерства з фінансовими установами та іншими зацікавленими сторонами, що надає цим компаніям доступ до фінансування, фінансової експертизи та інших ресурсів. Розширення спектра джерел фінансування, таких як венчурний капітал, кредитування на міжнародних ринках, краудфандинг тощо, дозволить залучити необхідний капітал для підтримання та розширення діяльності для максимізації вартості компанії.

Другий етап оптимізації структури капіталу полягає у визначенні вартості залучення капіталу, що дасть змогу відповісти на питання: за якою ціною можливо залучити додатковий обсяг фінансових ресурсів для максимізації вартості компанії? Позиковий капітал та акціонерний капітал мають певну вартість, яка може коливатися залежно від фінансової стабільності компанії, макроекономічної ситуації та інвестиційного клімату. Для виконання другого етапу оптимізації структури капіталу ІТ-компаній на основі ознаки мінімізації вартості капіталу потрібно розрахувати середньозважену вартість капіталу, що дозволить визначити складові даної моделі. Результати розрахунку WACC на прикладі компанії ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» відображені у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Результати розрахунку середньозваженої вартості капіталу компанії ТОВ
«ГлобалЛоджик Україна»

Показник	Значення
Власний капітал	4 036 040 тис. грн
Позиковий капітал	438 772 тис. грн
Частка власного капіталу	90,19%
Частка позикового капіталу	9,81%
Вартість власного капіталу	32,08%
Вартість позикового капіталу	16%
Податкова ставка	18%
WACC	30,22%

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [117; 135-140]

Результати розрахунків показують, що частка власного капіталу ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» займає 91%, тоді як позикового – лише 9%, що призводить до високого показника середньозваженої вартості капіталу компанії. Оптимізація цієї структури шляхом залучення додаткового позикового капіталу (у зв'язку з вищою вартістю власного капіталу) дозволить знизити показник WAAC та максимізувати вартість компанії. Попереднім етапом оптимізації структури капіталу на основі критерію мінімізації вартості капіталу є застосування аналізу чутливості вартості компанії до зміни середньозваженої вартості капіталу (табл. 3.3.).

Таблиця 3.3

Однофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» до зміни середньозваженої вартості капіталу

Середньозважена вартість капіталу	Вартість компанії за методом DCF
28,22%	5 773 244 тис. грн.
29,22%	5 546 819 тис. грн.
30,22%	5 337 177 тис. грн.
31,22%	5 142 529 тис. грн.
32,22%	4 961 331 тис. грн.

Джерело: розраховано та складено автором на основі [117]

Результати аналізу чутливості відображають, що зміна показника середньозваженої вартості капіталу на 1% призводить до підвищення або зниження вартості компанії в середньому на 3,87%, що відображає істотний вплив показника WACC.

Третій етап полягає в дослідженні фінансової стійкості, а саме: аналізі співвідношення позикового та власного капіталу в контексті здатності компанії зберігати платоспроможність та ліквідність у короткостроковій та довгостроковій перспективі. Залучення додаткових обсягів позикового капіталу неминуче призводить до погіршення фінансового стану компанії, але дозволяє реалізовувати додаткові проекти або диверсифікувати діяльність компанії. Ефективне управління

фінансовими ресурсами компанії має забезпечувати високий рівень ліквідності, нормативні показники платоспроможності та позитивну динаміку показників рентабельності, тому як кінцева мета даного управління – довгострокове зростання компанії та максимізація її вартості. Оптимізація структури капіталу на прикладі компанії ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» наведена в табл. 3.4.

Таблиця 3.4

Оптимізація структури капіталу на прикладі ІТ-компанії ТОВ
«ГлобалЛоджик Україна» з урахуванням чиннику фінансової стійкості

Показник	Значення до оптимізації	Значення після оптимізації
Оптимальний обсяг залучення позикового капіталу	1 300 000 тис. грн	
Власний капітал	4 036 040 тис. грн	
Позиковий капітал	438 772 тис. грн	1 738 772 тис. грн
Частка власного капіталу	90,19%	69,89%
Частка позикового капіталу	9,81%	30,11%
Вартість власного капіталу	32,08%	33,35%
Вартість позикового капіталу	16%	
Податкова ставка	18%	
WACC	30,22%	27,26%
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,70	0,50
Коефіцієнт платоспроможності	0,83	0,65
Вартість компанії за методом DCF	5 377 177 тис. грн	7 211 298 тис. грн

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [117; 135-140]

Таблиця відображає, що залучення додаткових фінансових ресурсів на суму 1 300 000 тис. грн підвищить вартість компанії на 34,1% (до 7 211 298 тис. грн) за рахунок зниження середньозваженої ставки капіталу с 30,38% до 27,26% та використанню даних ресурсів в розширенні діяльності. При залученні такого обсягу позик відношення власного капіталу до позикового капіталу залишиться на нормативному рівні – 70/30 без врахування кредиторської заборгованості (тому що вона вважаються капіталом, наданим у ході звичайної діяльності, а не джерелом фінансування) та 65/35 разом з кредиторською заборгованістю, адже оптимальна структура капіталу для сервісних ІТ-компаній знаходиться на рівні 60-80%. При такій структурі компанія підтримує високий рівень ліквідності – коефіцієнт

абсолютної ліквідності дорівнює 0,5, що вище нормативних 0,25-0,35, але в умовах економічної нестабільності цей показник має бути вищим за нормативний. Залучений капітал може бути використаний як для фінансування поточних проектів, які потребують додаткових витрат (найм працівників, оплата субпідрядників тощо), так і для запуску нових проектів. Компанія може використати додаткові фінансові ресурси на навчання персоналу або залучення висококваліфікованих фахівців, тому що людський капітал є ключовим для сервісних ІТ-компаній, а інвестиції в нові кадри дозволяють збільшити кількість проектів, які компанія може виконати. Це дозволить заключити нові контракти і розширити портфель замовлень, спрямувавши кошти на покриття витрат, пов'язаних із виконанням контрактів. Ще одним перспективним напрямом використання залучених коштів є інвестиція в технології. Це можуть бути традиційні для сфери придбання обладнання чи серверів, купівлю ліцензій на програмне забезпечення, так і інноваційні інструменти, як інвестиції в цифрові рішення для управління проектами або комунікацій з клієнтами.

Таким чином, компанії можуть оптимізувати свою структуру капіталу шляхом балансування поєднання боргового і власного фінансування, щоб мінімізувати середньозважену вартість капіталу і максимізувати вартість компанії. Це передбачає оцінку компромісів між перевагами фінансового важеля та пов'язаними з ним ризиками, такими як зростання процентних витрат та потенційні фінансові труднощі. Також це передбачає мінімізацію витрат і ризиків, пов'язаних з отриманням коштів від зовнішніх джерел, таких як кредити та облігації, для фінансування діяльності та розвитку компанії. Для досягнення цього компанія повинна знайти оптимальне співвідношення між вартістю капіталу та ризиком, який вона готова взяти на себе, забезпечуючи при цьому достатню кількість коштів для ведення діяльності [175].

Четвертий етап полягає у підвищенні інвестиційної привабливості компанії. Інвестиційна привабливість — це комплексний показник, який враховує

рентабельність, фінансову прозорість, корпоративне управління та репутацію компанії на ринку. Для подальшого розвитку українських ІТ-компаній інвестиційна привабливість є особливо важливою, тому що участь у міжнародних проектах та угодах не лише зміцнює позиції компанії на ринку, але й дозволяє залучати інвестиції з різних джерел. У таких умовах важливо акцентувати увагу на стратегічних партнерствах, які можуть забезпечити довгострокову фінансову підтримку та можливості для експансії.

Ринкові експерти вважають, що українська ІТ-галузь могла б розвиватися значно швидше, якби не три ключові обмежувальні фактори:

- українські ІТ-компанії змушені змагатися за талановитих спеціалістів не тільки між собою, але й з іноземними фірмами. Європа потребує близько мільйона ІТ-фахівців, і схожий попит спостерігається у США. В Україні утримувати кваліфікованих спеціалістів можливо лише завдяки відносно високим для країни зарплатам, коли досвідчений програміст може заробляти кілька тисяч доларів США на місяць [176];

- питання безпеки для ІТ-бізнесу. Військовий конфлікт відлякує іноземних клієнтів, які вимагають, щоб робота над проектами тривала безперервно. Імідж галузі також страждає від деяких невважених кроків уряду. Проблеми податкового законодавства та захисту інтелектуальної власності залишаються актуальними, але головною є безпека бізнесу. Експерти застерігають, що, якщо держава не вирішить ці питання, Україна може втратити свої конкурентні переваги [176];

- низький рівень кібербезпеки, захисту інтелектуальної власності, економічних свобод, а також корумпованість [177].

Іноземні інвестори часто розглядають Україну як вигідний регіон для розміщення ІТ-бізнесу завдяки високій кваліфікації кадрів і відносно низьким операційним витратам. Людський ресурс – найсильніша характеристика України з огляду на її ІТ-потенціал. Одним із найбільших викликів для українського ІТ-сектору внаслідок повномасштабної війни є відплив талантів, підживлений

масштабною підтримкою, яку надають українським біженцям інші країни Європи. За оцінками Sequoia, 16% ІТ-спеціалістів покинули Україну від початку повномасштабного вторгнення тільки у 2022 році [177].

З огляду на високу конкурентоспроможність українських фахівців, багато компаній орієнтуються на експорт ІТ-послуг, що збільшує їх інвестиційну привабливість. Стратегічні колаборації та партнерства стали ключовим пріоритетом для українських ІТ-компаній. Об'єднання зусиль з іншими організаціями зрештою дозволило їм пропонувати більш комплексні рішення для своїх клієнтів. Участь у міжнародних проектах дозволяє ІТ-компаніям розширювати клієнтську базу та підвищувати свою вартість на глобальному ринку. Міжнародне співробітництво сприяє експансії українських ІТ-компаній на зарубіжні ринки. Завдяки участі в міжнародних проектах, українські компанії отримують можливість працювати з клієнтами по всьому світу, що збільшує їх виручку та підвищує вартість компанії [178].

Зростання конкуренції серед ІТ-компаній на глобальному рівні вимагає від українських компаній підвищеної гнучкості та інноваційності. Щоб утримати свої позиції на міжнародному ринку, компанії повинні постійно покращувати свої продукти та послуги. Партнерства з міжнародними корпораціями допомагають українським компаніям отримати доступ до нових технологій, маркетингових каналів і клієнтів. Наприклад, співпраця з великими компаніями на зразок Zoom, Cisco та Dell дозволила ІТ-компаніям зміцнити свою репутацію та підвищити вартість через кращу впізнаваність та доступ до нових ринків [179].

Залучення іноземних інвестицій, співпраця з глобальними гравцями та вихід на нові ринки створюють умови для прискореного розвитку та максимізації вартості українських ІТ-компаній. Наприклад, зростання ІТ-сектору України підтримується регулярною допомогою від Агентства США з міжнародного розвитку (USAID). Після початку повномасштабного вторгнення Росії в Україну, USAID надала майже 1,2 мільйона доларів прямої допомоги українській технологічній індустрії, що

допомогло місцевим ІТ-компаніям забезпечити продажі на суму 12,2 мільйона доларів, залучити нові приватні інвестиції на 5,9 мільйона доларів і зберегти робочі місця для 285 000 спеціалістів, які працюють в індустрії. Завдяки грантам USAID українські ІТ-компанії змогли перенести свої офіси з прифронтових районів до безпечніших регіонів країни, а надані технічні хаби були оснащені терміналами Starlink та серверами баз даних, що дозволило їм продовжувати роботу навіть під час обстрілів енергетичної інфраструктури України [179]. Підвищення інвестиційної привабливості дозволить розширити доступ компанії до капіталу, залучити дешевші позики, гранти або безпроцентну фінансову допомогу, що знизить вартість позикового капіталу та позитивно позначиться на вартості компанії.

П'ятий етап полягає в оптимізації структури капіталу компанії з урахуванням всіх чинників обмеженості фінансових ресурсів (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Оптимізація структури капіталу на прикладі ІТ-компанії ТОВ

«ГлобалЛоджик Україна» з урахуванням підвищення інвестиційної привабливості

Показник	Значення до оптимізації	Значення після оптимізації
Залучення позикового капіталу	1 300 000 тис. грн	
Власний капітал	4 036 040 тис. грн	
Позиковий капітал	1 738 772 тис. грн	
Частка власного капіталу	69,89%	
Частка позикового капіталу	30,11%	
Вартість власного капіталу	33,35%	
Вартість позикового капіталу	14%	
Податкова ставка	18%	
WACC	27,26%	26,76%
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,50	0,50
Коефіцієнт платоспроможності	0,65	0,65
Вартість компанії за методом DCF	7 211 298 тис. грн	7 449 005 тис. грн

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [117; 135-140]

Залучення іноземних інвестицій дозволить знизити ставку позикового капіталу на 2%, що у свою чергу позитивно вплине на середньозважену вартість

капіталу та максимізує вартість компанії. Підхід, що враховує чинники обмежених фінансових ресурсів є універсальним та може застосовуватися не тільки для ІТ-компаній, адже він дозволяє розрахувати всі потенціальні варіанти залучення капіталу та визначення його вартості.

Загалом, український ІТ-сектор демонструє стійкість та готовність до подальшого розвитку, особливо у високотехнологічних сегментах. Це підкреслює інтерес іноземних інвесторів до українського ринку навіть у складних умовах. Зосередження зусиль на підвищенні інвестиційної привабливості та активному міжнародному співробітництві дозволить ІТ-компаніям залучити додаткові фінансові ресурси завдяки розвитку стратегічних партнерств та використанню міжнародних фінансових інструментів, що сприятиме сталому розвитку, підтримці інновацій та максимізації вартості компанії [180].

Таким чином, оптимізація структури фінансових ресурсів є критично важливою для компаній, щоб досягати поставлених цілей та завдань. Компанії повинні оцінювати свої фінансові потреби, аналізувати джерела фінансування та розробляти стратегії для оптимізації фінансових ресурсів. В сучасних умовах зростаючої непередбачуваності глобального економічного середовища компаніям необхідно постійно оптимізувати свої фінансові ресурси, щоб підтримувати конкурентоспроможність і забезпечувати довгострокову стійкість. Отже, використовуючи запропонований підхід оптимізації структури фінансових ресурсів на основі ознак їх обмеженості, компанії зможуть максимізувати свою вартість.

3.2. Науково-практичні рекомендації щодо управління грошовими потоками в умовах обмежених фінансових ресурсів

Ефективне управління грошовими потоками є критичним фактором для підвищення вартості компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів. Для ІТ-компаній, що характеризуються високим рівнем інновацій, швидким розвитком та

конкуренцією, ефективне управління грошовими потоками дозволить забезпечити фінансову стабільність, підтримувати конкурентоспроможність та максимізувати вартість компанії. Класифікація грошових потоків за видами діяльності представлена у табл. 3.6.

Таблиця 3.6

Класифікація грошових потоків

Вид діяльності	Джерело надходження коштів	Шляхи вибуття грошових коштів
Операційна	• Реалізація готової продукції, товарів, робіт, послуг.	• виплата заробітної плати працівникам; • оплата зобов'язань з податків і зборів, відрахувань на соціальні заходи; • витрачання на оплату виробничих запасів, товарів, робіт, послуг; • оплата витрат виробничого та загальногосподарського характеру.
Фінансова	• розміщення інструментів власного капіталу (акцій, часток у капіталі); • розміщення облігацій та інших боргових зобов'язань; • отримання довгострокових і поточних кредитів (позик).	• Викуп цінних паперів, часток у власному капіталі, боргових зобов'язань власної емісії; • Погашення довгострокових і поточних кредитів; • Виплата дивідендів учасникам.
Інвестиційна	• реалізація необоротних активів; • реалізація фінансових інвестицій; • надходження від отриманих відсотків, дивідендів, деривативів.	• придбання фінансових інвестицій; • придбання необоротних активів; • виплати за деривативами.

Джерело: складено автором

До основних принципів управління грошовими потоками включають:

- балансування потоків: грошові потоки мають бути збалансованими за обсягами, щоб уникнути дефіциту чи надлишку. Наприклад, надлишок може свідчити про неефективне використання капіталу, а дефіцит – про ризик неплатоспроможності;

- пріоритетність витрат: розподіл ресурсів повинен базуватися на стратегічних цілях компанії, що дозволяє спрямовувати кошти на найбільш значущі напрями, такі як розвиток нових продуктів, чи маркетинг;

- прогнозування: систематичне прогнозування дозволяє виявляти можливі дисбаланси у потоках і своєчасно приймати рішення для їх оптимізації;
- контроль та моніторинг: регулярний аналіз менеджментом поточних грошових потоків допомагає виявляти слабкі місця та впроваджувати коригувальні заходи;
- гнучкість: в умовах обмежених ресурсів компаніям важливо оперативно адаптувати плани діяльності до змін у зовнішньому чи внутрішньому середовищі [181].

Можна виділити наступні етапи управління грошовими потоками, які може використовувати менеджмент ІТ-компаній в умовах обмежених фінансових ресурсів:

1. Аналіз поточного стану грошових потоків, що включає виявлення структури та динаміки грошових потоків, оцінку співвідношення вхідних і вихідних потоків, визначення ключових джерел доходів та витрат. Це дозволить виявити слабкі позиції, як, наприклад, надмірна дебіторська заборгованість або високі операційні витрати.

2. Прогнозування грошових потоків. Цей етап складається з побудови коротко- та довгострокових прогнозів, врахування сезонності, динаміки ринку та інших змінних.

3. Планування грошових потоків – створення бюджету грошових потоків та визначення пріоритетних напрямів використання коштів. Це може включати бюджетування витрат на дослідження та розробку, а також виділення коштів на утримання критично важливого персоналу. Для поліпшення даного процесу можна застосовувати принципи гнучкого бюджетування для врахування швидких змін у проектах.

4. Оптимізація грошових потоків, що може включати управління дебіторською та кредиторською заборгованістю або контроль операційних витрат.

Наприклад, впровадження автоматизованих систем нагадування про платежі або зниження витрат через аутсорсинг другорядних процесів.

5. Контроль та моніторинг – регулярний контроль виконання бюджету та аналіз відхилень.

Результати поточного стану грошових потоків в контексті управління вартістю компанії відображено на рис. 3.4.

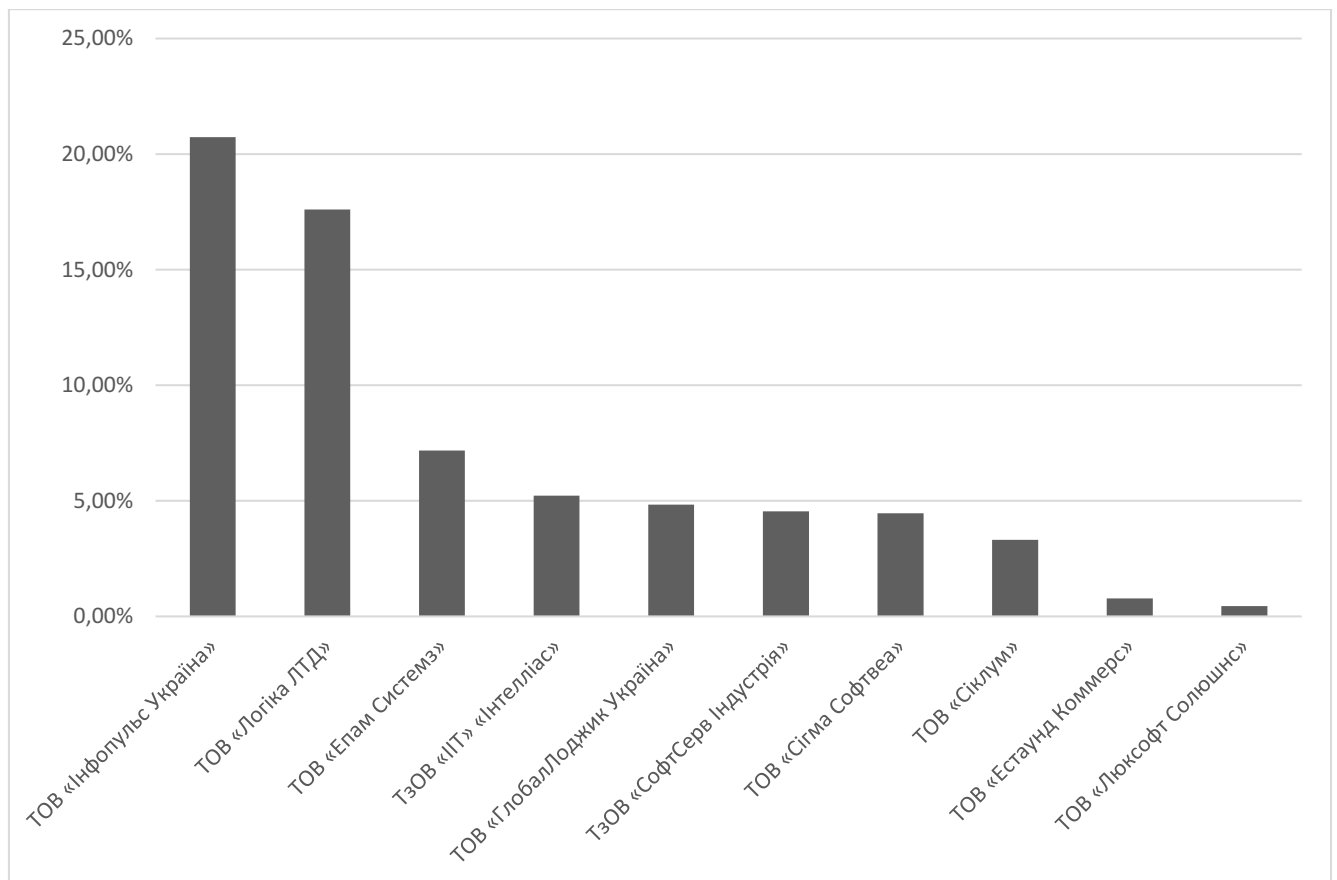


Рис. 3.4. Відношення грошових коштів та їх еквівалентів до показника вартості компанії

Джерело: побудовано автором

Аналіз фінансового стану та відношення грошових потоків та їх еквівалентів до показника вартості ІТ-компаній свідчить про те, що аналізовані компанії використовують грошові кошти неефективно, що потребує оптимізації грошових

потоків. З урахуванням того, що використання позикового капіталу ІТ-компаніями є мінімальним, за винятком кредиторської заборгованості, більшість з компаній може мати на рахунках незначну кількість грошових коштів для покриття наявної заборгованості. Високий показник грошових коштів в структурі капіталу компанії покращує її ліквідність та платоспроможність, але надмірний обсяг грошових коштів, як, наприклад, у ТОВ «Логіка ЛТД» та ТОВ «Інфопульс Україна», призводить до зниження потенціалу та довгострокових перспектив компанії. Це впливає на вартість компанії наступним чином:

- гроші, які залишаються на рахунках, не приносять достатньої дохідності порівняно з іншими варіантами інвестування, такими як розширення бізнесу, впровадження нових технологій чи реінвестування у перспективні проекти;
- знижується ефективність використання капіталу, що негативно впливає на показники створення вартості;
- інвестори можуть сприймати високі залишки коштів як недолік в управлінні, коли керівництво не знаходить можливостей для ефективного використання ресурсів;
- може впливати на ринкову вартість компанії через зниження довіри до її стратегії розвитку;
- надлишок коштів на рахунках може свідчити про небажання компанії використовувати позиковий капітал або обережність у фінансових рішеннях. Це призводить до збільшення частки власного капіталу у структурі фінансування, який є дорожчим, ніж позиковий;
- якщо гроші зберігаються у вигляді готівки або їх еквівалентів без вкладення в активи, вони знецінюються через інфляцію, що знижує реальну купівельну спроможність цих коштів.

Для прикладу покращення управління грошовими потоками в контексті управління вартості компанії, розглянемо структуру грошових потоків на прикладі

компанії ТОВ «Інфопульс Україна». Рух коштів даної компанії у результаті операційної діяльності відображено у табл. 3.7.

Таблиця 3.7

Рух коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна» у результаті операційної діяльності, тис. грн

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Надходження від:			
Реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2 696 698	2 812 781	2 964 993
Авансів від покупців і замовників	37 558	4 915	26 848
Повернення авансів	3 458	5 195	2 013
Операційної оренди	10 339	3 626	
Витрачання на оплату:			
Товарів (робіт, послуг)	2 029 623	2 920 344	2 510 555
Праці	17 759	24 382	40 494
Відрахувань на соціальні заходи	1 241	1 092	489
Зобов'язань з податків і зборів	108 100	136 997	107 071
Зобов'язань з податку на прибуток	81 870	106 803	80 505
Зобов'язань з податку на додану вартість	21 503	26 171	23 493
Зобов'язань з інших податків і зборів	4 727	4 023	3 073
Авансів	17 906	9 646	121 679
Повернення авансів	7	518	7 226
Інші витрачання	1 869	9 022	33 737
Чистий рух коштів від операційної діяльності	571 924	(275 472)	177 282

Джерело: побудовано автором на основі [121]

Основну частину надходжень у 2023 році формувала реалізація послуг, яка займає 99% від загальної структури надходжень, тоді як інші джерела надходжень, такі як аванси від покупців та оренда займають лише 1% надходжень. З витрат основну частину становить оплата послуг, що складає 89% витрат операційної діяльності. Ці витрати майже на 100% складаються з собівартості робіт найманих працівників компанії. Витрати на аванси та податкові зобов'язання в структурі

грошових потоків займають близько 4,8% та 3,6% витрат відповідно. Динаміка чистого руху коштів від операційної діяльності у 2023 році була позитивною та свідчить про часткове відновлення після негативного результату у 2022 році. Рух коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна» у результаті інвестиційної діяльності наведений у табл. 3.8.

Таблиця 3.8

Рух коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна» у результаті інвестиційної діяльності, тис. грн

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Надходження від реалізації:			
Необоротних активів	2 730	3 860	-
Від отриманих відсотків	9 240	15 693	12 178
Інші надходження	1 006	-	-
Витрачання на придбання:			
Необоротних активів	24 295	15 707	52 671
Дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	-	3 402	-
Інші платежі	1 884	-	-
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	(13 203)	444	(40 493)

Джерело: побудовано автором на основі [121]

Надходження від відсотків у 2023 році склали 100% доходів від інвестиційної діяльності, оскільки інші джерела надходжень були відсутні. Регулярні витрати пов'язані переважно з придбанням необоротних активів, тоді як в 2021 та 2022 були витрачання на придбання дочірнього підприємства іншої господарської одиниці та інші платежі. Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності у 2023 році був негативним у зв'язку з спрямуванням коштів на капітальні інвестиції. Можна зробити висновок, що компанія може покращити планування інвестицій з урахуванням прогнозів чистого руху коштів, щоб уникнути дефіциту, а також розглянути альтернативні джерела доходу, як фінансові інвестиції або реалізація необоротних активів, які не є критичними для діяльності компанії. Рух коштів у результаті фінансової діяльності представлено у табл. 3.9.

Таблиця 3.9

Рух коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна» у результаті фінансової діяльності, тис. грн

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Надходження від сплати дивидендів	557 116	-	-
Інші платежі	28 547	5 215	10 853
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	(585 663)	(5 215)	(10 853)

Джерело: побудовано автором на основі [121]

У 2023 році надходження від фінансової діяльності були відсутні, тоді як витрати склалися з інших платежів. Вони становить 100% витрат фінансової діяльності. Чистий рух коштів від фінансової діяльності залишається, що свідчить про відсутність зовнішніх фінансових впливів. Покращення руху грошових коштів від фінансової діяльності може бути здійснено за допомогою залучення позикових коштів або інвестицій для підтримки фінансової стабільності. Загальний рух коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна» відображено у табл. 3.10.

Таблиця 3.10

Рух коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна», тис. грн

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Чистий рух коштів від операційної діяльності	571 924	(275 472)	177 282
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	(13 203)	444	(40 493)
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	(585 663)	(5 215)	(10 853)
Чистий рух грошових коштів за звітний період	(26 942)	(280 243)	125 936
Залишок коштів на початок року	708 639	634 752	410 116
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	(46 945)	55 607	54 385
Залишок коштів на кінець року	634 752	410 116	590 437

Джерело: побудовано автором на основі [121]

Така структура грошових потоків є типовою для сервісних ІТ-компаній. Більшу частину операційних доходів та витрат складають реалізація послуг від проектів та вартість праці, тоді як інші напрями – не є пріоритетними, що свідчить про недостатність фінансової гнучкості та потребує диверсифікації джерел доходу.

Загалом, вартість праці у всіх сервісних ІТ-компаній знаходиться на рівні 90% від отриманих доходів, тому знайти напрями оптимізації грошових потоків через операційну діяльність майже неможливо без зниження заробітної плати, скорочення працівників або застосування інноваційних технологій. Залишок коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна» на початок 2023 року становив 410 тис. грн. Протягом року вплив валютних курсів додав 54 тис. грн, а чистий рух грошових коштів за звітний період становив 125 тис. грн. Залишок коштів на кінець року зріс до 590 тис. грн, що демонструє позитивну динаміку у фінансовому стані, але негативно впливає на вартість компанії.

Серед всіх видів діяльності найбільш перспективним напрямом управління грошовими потоками для ІТ-компаній в умовах обмежених фінансових ресурсів є застосування інвестиційних інструментів. Інвестиційні інструменти не потребують значних вкладень в оборотні, необоротні активи, чи отримання дорогих позик. Одним із прикладів диверсифікації діяльності сервісної ІТ-компанії є Intellias. Рух коштів компанії Intellias від інвестиційної діяльності наведено у табл. 3.11.

Таблиця 3.11

Рух коштів компанії Intellias у результаті інвестиційної діяльності, тис. грн.

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Надходження від:			
Фінансових інвестицій	-	206 466	1 223 311
Необоротних активів	-	177	471
Отриманих відсотків	-	59	16 898
Витрачання на придбання:			
Фінансових інвестицій	-	201 807	502 238
Необоротних активів	-	60 383	24 402
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	-	(55 488)	714 040

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [120]

В 2022 році компанія диверсифікувала свою діяльність та почала використовувати інвестиційні інструменти, а в тому же році посіла перше місце в рейтингу 30 стійких компаній України за версією Forbes Ukraine [182]. Рух коштів

від інвестиційної діяльності компанії ТЗОВ «ІТ» «Інтелліас» показує, що починаючи з 2022 року компанія вклала вільні грошові кошти у розмірі 206 466 тис. грн у фінансові інвестиції, доходність яких склала 2,3%. Але вже в 2023 році завдяки вдосконаленню портфелю доходність фінансових інвестицій була значно вищою та склала 143,5%. Якщо застосувати досвід компанії ТЗОВ «ІТ» «Інтелліас» в області фінансових інвестицій до інших ІТ-компаній, як ТОВ «Інфопульс Україна», то це дозволить значно покращити ефективність управління грошовими потоками та підвищити вартість компанії (табл. 3.12).

Таблиця 3.12

Прогнозування руху коштів компанії ТОВ «Інфопульс Україна» у результаті інвестиційної діяльності, тис. грн

Показник	2024 р.	2025 р.	2026 р.
Надходження від реалізації:			
Фінансових інвестицій	409 234	1 461 431	1 152 745
Від отриманих відсотків	12 370	13 414	12 654
Витрачання на придбання:			
Фінансових інвестицій	400 000	600 000	800 000
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	21 605	874 845	365 399
Вартість компанії за методом DCF	1 878 114		
Вартість компанії за методом DCF після використання інвестиційних інструментів	2 875 856		

Джерело: побудовано автором на основі [121]

Вартість компанії ТОВ «Інфопульс Україна» зросте на 53% (з 1 878 114 тис. грн до 2 875 856 тис. грн) за умов, що менеджмент компанії вдало використає грошові кошти, витрачені на фінансові інвестиції. Водночас, для забезпечення фінансової стабільності в умовах економічної турбулентності компаніям слід встановлювати контрольні показники ліквідності, які відповідають поточним ринковим умовам, що стане основою для уникнення невиправданих ризиків. Таким чином, покращення управління грошовими потоками може бути здійснено на основі використання фінансових інвестицій, які демонструють високий потенціал для максимізації вартості компанії.

Для ефективного управління інвестиційними інструментами необхідно враховувати фінансові ризики. Управління ризиками дозволяє:

- ідентифікувати фактори ризику компанії, оцінювати можливі збитки та розробляти необхідні заходи для зниження рівня ризику, розуміти причини відхилень від встановлених цілей, спричинених змінами в зовнішньому та внутрішньому середовищі;
- виконувати моделювання ймовірного стану ключових показників ризику та ступеня їх впливу на фінансові результати компанії;
- встановлювати нові цілі розвитку компанії, зберігаючи рівень ризику в межах прийнятного діапазону;
- підвищувати привабливість компанії через якісне покращення системи управління [183].

Загалом, існує 3 основних підходи до управління ризиками, кожен з яких компанія можна використовувати при застосуванні фінансових інструментів:

1. Політика уникнення ризику полягає в розробці заходів, які усувають певний тип економічного ризику. Це в основному досягається відмовою від таких бізнес-операцій, рівень ризику яких надмірно високий. Ця політика є найпростішою, але не завжди ефективною, оскільки, уникнувши ризику, компанія одночасно втрачає можливість отримати високий прибуток.

2. Політика прийняття ризику означає бажання та здатність покривати ризик за допомогою власних коштів. Така політика є доцільною, якщо фінансовий стан компанії стабільний і є бажання розширювати свою діяльність, але вона може призвести до великих необґрунтованих втрат.

3. Політика зниження ризику передбачає зменшення ймовірності та обсягу втрат. Існують методи та техніки, які можна використовувати для зниження ризику бізнес-діяльності. Найбільш поширеними та ефективними методами попередження і зниження ризику є страхування (внутрішнє та зовнішнє), диверсифікація, лімітування.

Оцінка ризику фінансових інвестицій за допомогою стандартного відхилення набула широкого поширення після появи теорії портфеля Марковіца, яка базується на принципі диверсифікації інвестиційного портфеля для зменшення ризику. Головним досягненням цієї теорії є метод балансування ризиків та економічних вигід при виборі напрямків ризикованих інвестицій. Г. Марковіц створив математичну модель, яка демонструє, як інвестори можуть мінімізувати дисперсію інвестиційного портфеля за заданого рівня його прибутковості [184].

Однак ця методика незручна з точки зору фінансового менеджера, оскільки визначає ймовірнісний розподіл втрат і не надає конкретної оцінки фінансового ризику. Найпоширенішою методикою оцінки фінансових ризиків на сьогодні є метод VAR (Value-at-Risk). Суть цього методу полягає у визначенні вартості фінансового ризику як мінімально можливої суми капіталу, необхідної для забезпечення заданого рівня ймовірності ризику. З використанням методології VAR стає можливим розрахунок оцінок ризиків різних сегментів ринку та ідентифікація найбільш ризикованих позицій. Показники VAR можуть використовуватися для диверсифікації капіталу, встановлення лімітів і оцінки ефективності компанії, а також для оцінки ризиків грошових потоків і ухвалення рішень щодо хеджування.

Варто зазначити, що методологія VAR сама по собі не є операцією з управління фінансовими ризиками, оскільки вона жодним чином не забезпечує захист від фінансових втрат. Вона лише допомагає компаніям зрозуміти, чи відповідають ризики, яким вони піддаються, тим ризикам, які вони готові або вважають, що готові взяти. Метод VAR не може визначити оптимальну кількість ризику, яку компанії можуть на себе взяти, оскільки це завдання фінансового менеджера. Однак даний метод дозволяє оцінити обсяг ризику, який вже взято на себе компанією. Метод VAR є частиною комплексного аналізу фінансових ризиків і повинен використовуватися не замість інших методів оцінки ризиків, а на додаток до них.

Ще одним напрямом максимізації вартості компанії через управління грошовими потоками є оборотний капітал. Результати аналізу структури активів ІТ-компаній відображені на рис. 3.5.

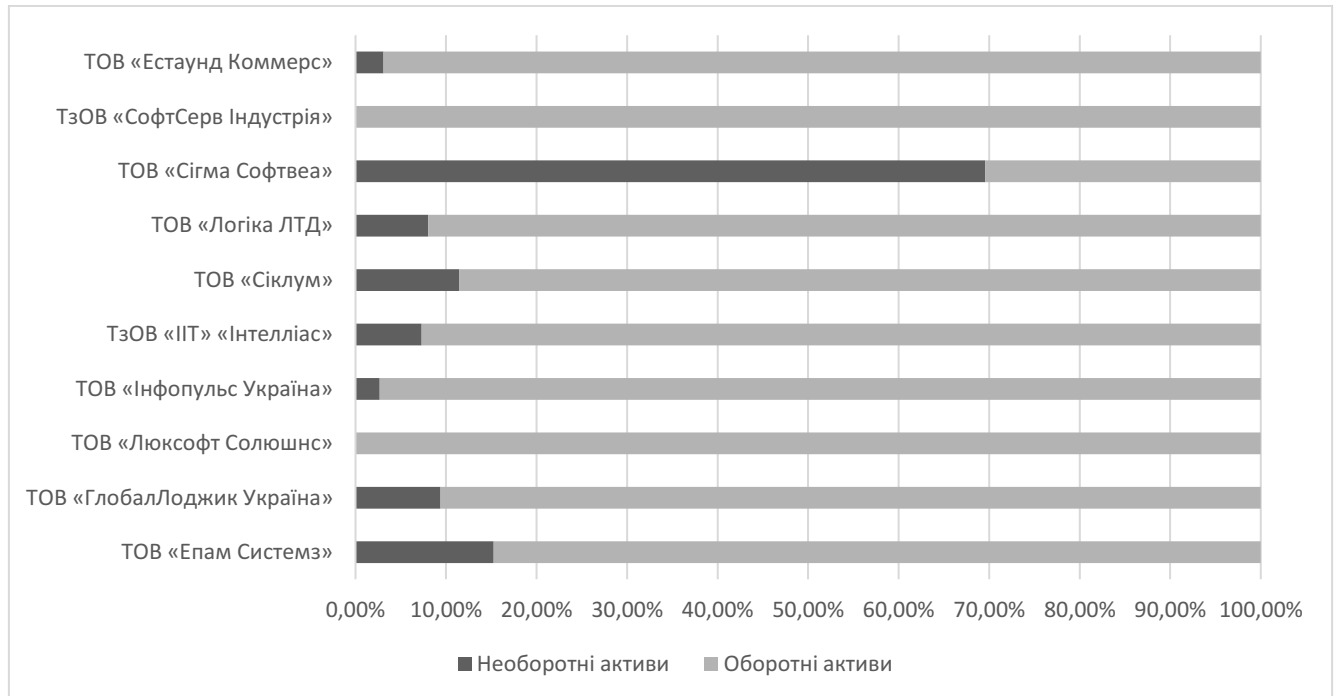


Рис. 3.5. Структура активів ІТ-компаній за 2023 р.

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Діаграма структури активів ІТ-компаній відображає, що оборотний капітал відіграє значно вищу роль у формуванні активів компаній, за виключенням компанії ТОВ «Сігма Софтвеа», значну частину необоротного капіталу якої займають довгострокові фінансові інвестиції, які обліковуються за методом участі в капіталі інших компаній. Таке співвідношення активів ІТ-компаній обумовлено тим, що більша частина доходів компаній заснована на реалізації робіт та послуг, що не потребує приміщень, ділянок, техніки та іншого обладнання для виробництва продукції, за виключенням необхідної для роботи комп'ютерів, серверів, ліцензій на програмне забезпечення тощо.

Деякі компанії, такі як Luxoft та SoftServe Industry, зовсім не мають необоротних активів, що можливо завдяки можливостям дистанційної роботи. Аналіз факторів впливу на вартість компаній показав, що капітальні інвестиції та необоротні активи мають найменше значення в порівнянні з іншими ключовими факторами. Тому управління довгостроковими активами компаній, такими як власність, будівлі та обладнання, є недоцільним напрямом для максимізації вартості ІТ-компаній. В свою чергу, оборотний капітал та його складові (як дебіторська заборгованість) мають набагато сильніший вплив на вартість даних компаній, тому слід сконцентруватися на управлінні саме оборотними активами.

Управління оборотним капіталом є одним з ключових завдань фінансового менеджменту компаній. В умовах економічної нестабільності, що посилює обмеженість фінансових ресурсів через такі фактори, як коливання попиту, високий рівень інфляції, політичні та соціальні кризи тощо, це питання набуває особливої важливості. Ефективне управління оборотними активами допоможе звільнити фінансові ресурси та забезпечити стабільний грошовий потік, який підтримує ініціативи зростання компанії, а також допомагає долати фінансові чи економічні кризи [185].

Проте в багатьох компаніях процеси управління грошовими ресурсами залишаються недостатньо ефективними, що значно впливає на загальну результативність бізнесу. Компанії в таких умовах зосереджуються на підвищенні ліквідності та зниженні залежності від зовнішніх джерел фінансування, а раціональне управління оборотним капіталом дозволить компаніям швидко адаптуватися до змін ринкової ситуації, забезпечувати поточні витрати та уникати надмірного використання позик, що підтверджує актуальність даного управління [186].

Ефективність управління оборотним капіталом за умов обмежених фінансових ресурсів ґрунтується на таких складових:

- рівень ліквідності: компанії мають забезпечувати достатній рівень ліквідності для своєчасного виконання короткострокових зобов'язань і уникнення проблем із грошовими потоками;

- динаміка показників рентабельності: належне управління оборотним капіталом сприятиме зменшенню витрат і підвищенню прибутковості компанії;

- рівень ризиків: зменшення ризиків, пов'язаних із фінансовими ринками і кредитними зобов'язаннями;

- позитивна динаміка вартості компанії.

ІТ-компанії зіткнулися зі зниженням обсягів продажів у 2023 році після 10 років безперервного зростання. Нестача оборотного капіталу часто стає основною перешкодою для масштабного та прибуткового розвитку. Однак, надлишок оборотного капіталу також може знизити ефективність інвестицій акціонерів. Результати аналізу структури оборотних активів ІТ-компаній наведено на рисунку 3.6.

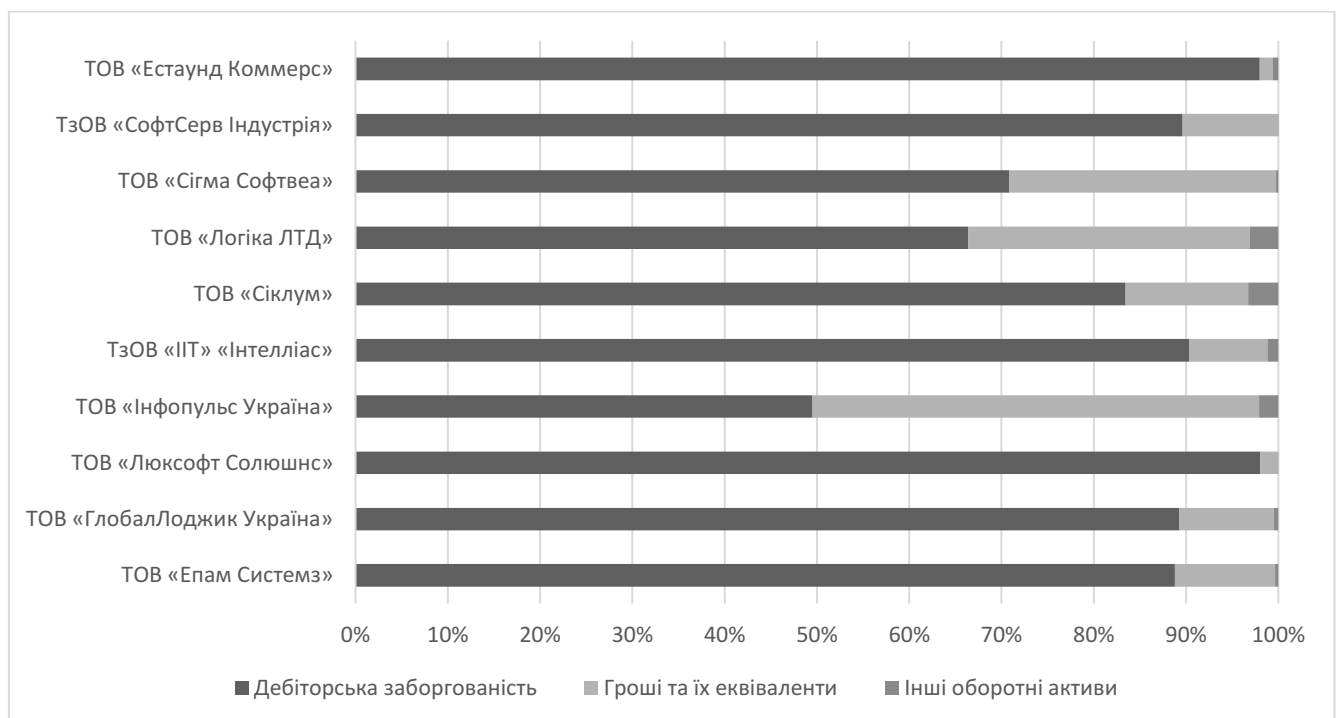


Рис. 3.6. Структура оборотних активів ІТ-компаній, 2023 р.

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Структура оборотних активів ІТ-компаній показує превалювання дебіторської заборгованості та грошових коштів та їх еквівалентів, тоді як запаси, поточні фінансові інвестиції, витрати майбутніх періодів та інші оборотні активи займають лише від 0,01% (ТЗОВ «СофтСерв Індустрія») до 3,28% в даній структурі (ТОВ «Сіклум»). Саме тому найбільш перспективним напрямом є покращення управління дебіторською заборгованістю.

Аналіз фінансового стану ІТ-компаній за 2021-2023 рр. показав, що коефіцієнти оборотності активів та дебіторської заборгованості знизились, що свідчить про внутрішні проблеми управління активами та збільшення ризиків неплатоспроможності клієнтів, пов'язані з загальними економічними викликами (дані наведені у додатку Г).

Сформулювати однозначний висновок про вплив дебіторської заборгованості на вартість компанії складно. З одного боку, дебітори відволікають фінансові ресурси компанії, що може призвести до збільшення фінансових витрат через необхідність залучення додаткових кредитних коштів, виникнення ризику неповернення, втрат від інфляції і зниження прибутку. Однак, з іншого боку, збільшення дебіторської заборгованості клієнтів може прискорити надання послуг, оскільки можливість оплати пізніше є важливою для багатьох сфер, що дозволить встановити стабільні зв'язки з покупцями та підвищити конкурентоспроможність компанії. Якщо витрати на залучення додаткових позикових коштів перевищують прибуток від збільшення продажів, то зниження оборотності дебіторської заборгованості може мати позитивний ефект на роботу компанії. В інших випадках збільшення оборотності дебіторської заборгованості може позитивно вплинути на її ефективність.

Загалом, у процесі управління дебіторською заборгованістю компанії можуть стикатися з низкою проблем, серед яких:

- відсутність інформації щодо строків погашення зобов'язань дебіторами;

- невідпрацьовані правила і методики роботи з простроченою дебіторською заборгованістю;
- недостатня інформація або її повна відсутність про зростання витрат, пов'язаних зі збільшенням дебіторської заборгованості;
- відсутність оцінки фінансового стану дебіторів і ефективності надання відстрочок платежів [187].

В процесі дослідження дебіторської заборгованості ІТ-компаній було визначено, що у багатьох ІТ-компаній, наприклад, ТОВ «Епам Системз», ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» та ТОВ «Логіка ЛТД», велика частина дебіторської заборгованості припадає на пов'язані компанії (які відносяться до загальної групи), тобто є дебіторською заборгованістю за розрахунками із внутрішніх розрахунків. У інших компаній, таких як ТОВ «Люксофт Солюшнс» та ТОВ «Естаунд Коммерс», дебіторська заборгованість іноземних пов'язаних компаній відображається в обліку як дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги. Така дебіторська заборгованість несе найменші ризики, тому що вона не потребує резервування під очікувані кредитні збитки.

Для покращення управління дебіторською заборгованістю в умовах обмежених фінансових ресурсів необхідно розробити та впровадити чітку методику, яка охоплює всі аспекти роботи з боржниками, та визначити послідовні етапи управління.

Перший етап слід полягати в проведенні детального аналізу структури та динаміки дебіторської заборгованості, щоб визначити ключові проблеми, такі як затримки в оплаті, концентрація заборгованості серед невеликої кількості клієнтів чи надмірний обсяг прострочених платежів. На основі цього аналізу слід класифікувати дебіторів за рівнем ризику та вірогідністю повернення коштів.

На другому етапі необхідно створити систему прогнозування платоспроможності дебіторів, використовуючи історичні дані, аналітичні інструменти та фінансові показники. Це дозволить оцінювати ризики на

початковому етапі співпраці з клієнтами та уникати проблемних боргів у майбутньому.

Третім етапом є впровадження ефективної політики кредитування, яка передбачає встановлення лімітів для кожного клієнта, контроль за дотриманням термінів оплати та стимулювання клієнтів до своєчасного виконання своїх зобов'язань. Також варто передбачити механізми надання знижок за дострокову оплату або штрафів за прострочення.

На четвертому етапі важливо вдосконалити процеси моніторингу та контролю заборгованості. Це включає регулярне оновлення даних про стан рахунків, автоматизацію процесів обліку та створення чітких алгоритмів дій у разі виявлення прострочених платежів. Особливу увагу слід приділяти комунікації з дебіторами: своєчасне нагадування про необхідність сплати рахунків значно знижує ризик утворення боргів.

П'ятий етап передбачає активну роботу з простроченою заборгованістю. Це може включати реструктуризацію боргів, впровадження розстрочок, залучення факторингових компаній чи звернення до суду для примусового стягнення.

Завершальним, шостим етапом є постійне вдосконалення методики управління дебіторською заборгованістю на основі аналізу ефективності впроваджених заходів. Це дозволить враховувати зміни у фінансовому середовищі, адаптувати політику до нових викликів та забезпечити стабільний рівень ліквідності компанії навіть за умов обмежених фінансових ресурсів.

3.3. Науково-практичні рекомендації щодо використання інноваційних технологій для підвищення вартості компанії

У часи швидкого технологічного розвитку впровадження інновацій стає для компаній як можливістю для зростання, так і значним випробуванням. Компанії, що не встигають адаптуватися до нових технологічних змін, ризикують втратити

конкурентну перевагу і частку ринку. Інвестиції в інновації потребують ретельного планування та стратегічного підходу, щоб узгодити короткострокові витрати з довгостроковими перспективами розвитку. Використання цифрових рішень, автоматизації та новітніх технологій здатне покращити операційну ефективність, оптимізувати бізнес-процеси та допомогти компанії зберегти конкурентоспроможність у сучасну епоху цифрових трансформацій [188].

За умов обмежених фінансових ресурсів компанії особливо актуальним є пошук ефективних методів управління, що забезпечують стабільне зростання її вартості. Важливу роль у цьому відіграють інновації, які виступають не лише як каталізатор розвитку, але й як потужний інструмент для зростання вартості компанії.

У процесі світової інтеграції економіки ІТ-компанії стають одними з найдинамічніших та інноваційних сегментів, що мають значний потенціал зростання та розвитку. Попри високий потенціал для зростання, українські ІТ-компанії стикаються з ризиками, пов'язаними з політичною нестабільністю та правовими бар'єрами. Напередодні війни ІТ-індустрія пройшла значну реструктуризацію, щоб адаптуватися до змін у навколишньому середовищі. Ця перебудова була викликана різними факторами, такими як попит на ринку, технологічний прогрес і зміни у бізнес-середовищі.

Розуміючи потребу залишатися конкурентоспроможними та відповідати на змінні потреби клієнтів, ІТ-компанії розпочали процес підвищення своїх можливостей і розширення спектру послуг. Вони інвестували в оновлення інфраструктури, зміцнення кібербезпеки та сприяння культурі інновацій через дослідження і розробки [189].

З появою можливостей для дистанційної роботи компанії змогли залучити ширший пул талантів і покращити операційну ефективність. Ця трансформація також сприяла оновленому фокусу на безперервному навчанні та підвищенні кваліфікації, щоб не відставати від стрімкого розвитку технологій.

Інноваційні технології, які швидко трансформують бізнес-середовище, відкривають нові можливості для підвищення ефективності, оптимізації операційних витрат, покращення якості послуг та продукції, забезпечення фінансової прозорості, а також розширення ринкових можливостей. Ці технології дозволяють компаніям адаптуватися до змінюваних умов ринку та залишатися конкурентоспроможними. Таким чином, інновації впливають як на кількісні, так і на якісні показники. Впровадження сучасних технологічних рішень дозволить максимізувати вартість компанії, навіть за обмеженого фінансування.

Інновації можна поділити на кілька категорій залежно від їх впливу на різні аспекти діяльності: продуктові, технологічні, організаційні та маркетингові. Наприклад, технологічні інновації підвищують ефективність виробничих і трудових ресурсів, тоді як маркетингові зосереджуються на більш раціональному використанні фінансових ресурсів. Продуктові інновації покращують конкурентоспроможність та цінність продукції, а організаційні – оптимізують управління та підтримують стратегічне планування. Усі ці інновації впливають на вартість компанії, допомагаючи ефективно використовувати наявні ресурси для досягнення високих результатів і створення доданої вартості [190, с. 486].

Інноваційна діяльність охоплює наукові, технологічні, організаційні та фінансові заходи, спрямовані на розробку нових продуктів або вдосконалення процесів. Для компанії важливо не лише впроваджувати інновації, але й підтримувати постійний інноваційний розвиток, адаптуючи нові підходи та використовуючи сучасні технології для досягнення стійкого зростання. Компанії, орієнтовані на інноваційний розвиток, зазвичай є відкритими, адаптивними та динамічними системами, які швидко реагують на зміни ринку та самостійно вдосконалюють свою діяльність. Це дозволяє підтримувати баланс інтересів усіх учасників процесу, включаючи власників, інвесторів, постачальників та суспільство загалом [190, с. 486].

Основні інноваційні технології, які можуть бути використані для оптимізації фінансових ресурсів та максимізації вартості компанії включають (рис. 3.7).



Рис. 3.7. Інноваційні технології для підвищення вартості компанії

Джерело: складено автором

Варто зазначити, що така класифікація є умовною, адже всі інноваційні технології мають деякі спільні елементи та використовуються не ізольовано, а взаємодоповнюють один одного. Розглянемо кожен інноваційний інструмент в контексті управління вартістю компанії:

1. Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів вимагає використання новітніх технологій, серед яких фінансові технології займають ключову позицію. FinTech (фінансові технології) – це сукупність інноваційних технологій та рішень, що використовуються для автоматизації та оптимізації фінансових послуг. Вони об'єднують технологічні досягнення та фінансові інструменти з метою покращення доступності, швидкості, безпеки та зручності фінансових операцій [191, с. 74]. FinTech включає різні напрямки, такі як мобільні платіжні системи, електронні гаманці, онлайн-кредитування, краудфандинг, цифрові валюти, інструменти управління ризиками та автоматизовані системи для обліку і фінансового аналізу [192]. FinTech дозволяє фінансовим установам та компаніям покращувати обслуговування клієнтів,

знижувати витрати та впроваджувати нові бізнес-моделі, адаптуючись до вимог сучасного ринку.

Фінансові технології (FinTech) відкривають нові можливості для управління компанією та дозволяють підвищити ефективність фінансових операцій, знижувати витрати на залучення та обслуговування капіталу, оптимізувати фінансові потоки і зменшити ризики. Умовно FinTech-рішення можна поділити на кілька ключових напрямків: електронні платіжні системи, інструменти для автоматизації фінансового обліку, платформи для альтернативного фінансування та рішення для управління ризиками [193, с. 153].

Завдяки електронним платіжним системам компанії можуть знизити витрати на фінансові операції та прискорити обробку платежів. Такі рішення дозволяють швидко та ефективно приймати і відправляти платежі в різних валютах, знижуючи потребу в посередниках і мінімізуючи затримки у фінансових потоках. Це особливо корисно для компаній, що працюють на міжнародному рівні, оскільки вони можуть скоротити витрати на конвертацію валют і зменшити комісії за транзакції.

Сучасні FinTech-інструменти для автоматизації обліку і фінансового управління, такі як інтегровані ERP-системи на основі штучного інтелекту, дозволяють автоматизувати фінансовий облік, прогнозування і управління потоками коштів. Вони надають можливість реального моніторингу фінансових показників, що дозволяє швидко реагувати на зміни і оптимізувати витрати. Така автоматизація знижує потребу в адміністративних витратах та покращує точність фінансового управління.

Платформи FinTech відкривають доступ до альтернативних джерел фінансування, таких як краудфандинг, краудлендинг і P2P-кредитування. Ці інструменти дозволяють компаніям залучати додаткові кошти без залучення банківського капіталу, що може бути привабливо для компаній з обмеженим доступом до традиційних кредитів. Крім того, такі платформи надають компаніям

доступ до фінансування за вигідніших умов і дозволяють уникати високих витрат на обслуговування позик [194, с. 320].

FinTech-рішення також дозволяють автоматизувати процеси оцінки кредитного ризику, аналізу ринкових ризиків і страхування. Застосування алгоритмів машинного навчання та штучного інтелекту дає можливість точніше передбачити ризики і розробляти стратегії для їхнього зниження. Наприклад, деякі FinTech-платформи пропонують скоринг-рішення, що дозволяють швидко оцінити кредитоспроможність клієнтів чи партнерів, допомагаючи компанії знизити ризики неплатежів.

Для IT-компаній FinTech-рішення є особливо важливими, адже вони дозволяють швидко масштабувати фінансові процеси та адаптуватися до зростаючого обсягу операцій. Завдяки FinTech, IT-компанії можуть автоматизувати оплату послуг, керувати підписками на SaaS-продукти, а також інтегрувати платіжні шлюзи для продажу програмного забезпечення та послуг на глобальних ринках. Інструменти для управління ризиками та кредитоспроможності допомагають IT-компаніям зменшувати фінансові ризики при роботі з клієнтами з різних країн, а також забезпечують стабільність фінансових потоків. FinTech також дозволяє IT-компаніям швидше залучати інвестиції через платформи краудфандингу та венчурного фінансування, що сприяє зростанню вартості компанії та розширенню її бізнесу.

Недоліками FinTech-інструментів є:

- безпека даних та конфіденційність: використання FinTech-рішень може створити додаткові ризики для конфіденційності та безпеки даних, що вимагає надійних заходів захисту;

- залежність від технологій: велика залежність від FinTech може призвести до перебоїв у фінансових процесах у разі збоїв у роботі систем або технологічних проблем;

- можливі високі витрати на впровадження: незважаючи на економію, пов'язану з FinTech, початкові витрати на впровадження можуть бути високими, особливо для малих компаній [195].

В Україні основними напрямками розвитку фінансових технологій є платежі та грошові перекази (32%), інвестиції в технологічну інфраструктуру (19%), кредитування (14%) і маркетинг (7%). Це свідчить про акцент на зниження витрат і розширення доступу до фінансових інструментів. На глобальному ринку структура FinTech дещо відрізняється: 39% припадає на кредитування, 20% — на платежі та перекази, а також 10% — на банківські технології. В цілому, фінансові технології забезпечують такі переваги, як зниження витрат, ефективне об'єднання даних клієнтів і послуг, а також скорочення часу на розробку і вихід нових продуктів на ринок [196, с. 19].

Таким чином, FinTech-технології створюють потужні інструменти для ефективного управління вартістю компанії в умовах обмежених ресурсів, але їх впровадження потребує ретельного планування та обережності для забезпечення стабільного зростання і безпеки фінансових даних.

2. Хмарні технології – це технологічні рішення, що дозволяють зберігати, обробляти і використовувати дані через інтернет, забезпечуючи віддалений доступ до обчислювальних потужностей, сховищ і програмного забезпечення. Перехід на хмарні сховища та послуги дозволяє компаніям оптимізувати витрати на IT-інфраструктуру, відмовившись від витратного локального обладнання і програмного забезпечення. Найпоширенішими сервісами є SaaS (програмне забезпечення як послуга), PaaS (платформа як послуга), IaaS (інфраструктура як послуга) і FaaS (функція як послуга), які дозволяють компаніям скористатися новітніми IT-рішеннями без необхідності купувати й обслуговувати власну інфраструктуру [197, с. 49].

Завдяки хмарним технологіям користувачі можуть орендувати обчислювальні ресурси або платформи, що автоматично масштабуються відповідно

до потреб, без необхідності встановлювати або обслуговувати фізичну інфраструктуру. Хмарні технології пропонують компанії можливість масштабувати свої ресурси залежно від поточних потреб. Наприклад, у пікові періоди компанія може розширити обчислювальні потужності, а потім скоротити їх, коли попит знижується, оплачуючи лише за фактичне використання. Це знижує витрати на операційну інфраструктуру і дозволяє фокусуватися на розширенні бізнесу та розвитку нових напрямів. Імплементация хмарних обчислень також дозволяє компаніям зменшити рівень непрофільних видів діяльності та скоротити транзакційні витрати, пов'язані з опрацюванням та зберіганням великих масивів даних [198, с. 260].

Хмарні рішення для обліку і фінансового управління пропонують компаніям інструменти для автоматизації фінансових процесів, контролю витрат, аналізу доходів і управління потоками коштів у реальному часі. Хмарні платформи дозволяють інтегрувати дані з різних підрозділів, забезпечуючи єдиний доступ до фінансової інформації. Це прискорює процес прийняття управлінських рішень та знижує ймовірність помилок, пов'язаних з веденням фінансового обліку, що позитивно позначається на фінансовій стабільності та вартості компанії. Наприклад, хмарна модель SaaS пропонує мінімізовані витрати на налаштування устаткування та програмного забезпечення, тому що кінцеві користувачі звільняються від управління та контролю базової ІТ-інфраструктури. Всі ліцензії на програмне забезпечення, безпеку, обчислення та мережу вкладаються в щомісячну або щорічну плату, виключаючи або значно скорочуючи капітальні витрати [199, с. 53].

Для ІТ-компаній хмарні технології є не просто інструментом оптимізації, а й стратегічною платформою для розширення сервісів і розвитку нових напрямів. Хмарні рішення дозволяють ІТ-компаніям розробляти, тестувати і впроваджувати нові продукти значно швидше, знижуючи витрати на інфраструктуру. Використання хмарних платформ для аналізу даних, управління проектами та

DevOps-процесів також сприяє підвищенню продуктивності та зростанню вартості компанії.

Серед недоліків хмарних технологій можна виділити:

- проблеми безпеки та конфіденційності: передача даних у хмару вимагає особливої уваги до захисту інформації, що може підвищити витрати на забезпечення безпеки. При виборі постачальника хмарних послуг важливо враховувати питання безпеки і надійності. Це включає шифрування даних, двофакторну аутентифікацію, високу надійність дата-центрів, регулярне резервне копіювання та дотримання конфіденційності [200].

- залежність від провайдерів: відсутність контролю над інфраструктурою та ризик перебоїв в роботі хмарного провайдера може вплинути на доступність сервісів.

- можливість високих витрат на масштабування: попри гнучкість, деякі хмарні сервіси мають високу вартість за великого обсягу використання, що може стати фінансовим викликом.

Зосереджуючись на цих аспектах, компанії можуть впевнено використовувати хмарні технології, що сприятиме стабільному розвитку та конкурентоспроможності бізнесу.

3. Штучний інтелект (ШІ) – це галузь комп'ютерної науки, яка створює системи або машини, здатні виконувати завдання, що вимагають інтелектуального підходу, наприклад, розпізнавання мови, прийняття рішень, прогнозування та аналіз даних. ШІ включає в себе різні підходи, алгоритми і моделі, які допомагають комп'ютерам обробляти інформацію і діяти подібно до людського мислення. Машинне навчання (МН) – це підгалузь ШІ, яка дозволяє комп'ютерним системам "навчатися" на основі даних, без прямого програмування. У процесі машинного навчання використовуються алгоритми, які аналізують дані, розпізнають патерни і роблять передбачення або ухвалюють рішення на основі накопиченого досвіду.

Машинне навчання може бути "наглядним" (з використанням розмічених даних) або "ненаглядним" (де система самостійно знаходить структури в даних) [201].

Штучний інтелект здатен значно посилити ефективність управління компанією та сприяти зростанню її вартості. Для успішного впровадження ШІ важливо розуміти, як він може бути використаний для виконання конкретних функцій і завдань у різних напрямках діяльності – від виробництва до фінансів і маркетингу. ШІ допомагає компаніям аналізувати дані у великому обсязі та швидко обробляти їх за допомогою технологій, таких як машинне навчання та аналіз великих даних. Це дозволяє отримувати точні прогнози, підтримувати прийняття рішень і оптимізувати управлінські процеси [202].

Традиційно ухвалення управлінських рішень значною мірою спирається на досвід та інтуїцію керівників, що може призводити до суб'єктивності та обмеженого бачення. ШІ дозволяє компаніям враховувати широкий спектр як внутрішніх, так і зовнішніх факторів, будувати математичні моделі і передбачати результати рішень у різних умовах. Вони також підтримують прийняття обґрунтованих рішень, дозволяючи прогнозувати фінансові показники на основі аналітичних моделей і різноманітних джерел даних, що особливо корисно в умовах обмеженого бюджету. Наприклад, за допомогою ШІ компанія може більш точно прогнозувати продажі, коригувати плани виробництва та управління запасами, що дозволяє підвищити операційну ефективність та рівень задоволеності клієнтів [184]. Також ШІ може оптимізувати ціноутворення та інші маркетингові стратегії, враховуючи попит і конкурентне середовище. Це надає менеджерам науково обґрунтовану інформацію для прийняття рішень, сприяючи зниженню витрат і підвищенню рентабельності [203, с. 92].

Завдяки ШІ можна автоматизувати рутинні фінансові процеси, такі як ведення обліку, контроль витрат та управління розрахунками. Штучний інтелект та машинне навчання можуть значно підвищити ефективність компанії, допомагаючи оптимізувати витрати, автоматично аналізуючи великі обсяги даних для виявлення

надлишкових витрат і знаходження найефективніших постачальників. Це допомагає значно скоротити адміністративні витрати, дозволяючи спрямувати обмежені ресурси на стратегічні завдання, які безпосередньо впливають на підвищення вартості компанії. Використання ШІ також мінімізує ризик помилок, пов'язаних з ручною обробкою фінансових даних, що підвищує точність і якість фінансового управління. Завдяки роботизованим системам фінансові процеси можна відслідковувати в реальному часі, а контроль якості автоматизується на кожному етапі, що допомагає уникати людських помилок і підвищує ефективність фінансового менеджменту. Крім того, алгоритми машинного навчання здатні виявляти складні взаємозв'язки у фінансових даних, що дозволяє ідентифікувати незвичні патерни або аномалії, які можуть вказувати на потенційні ризики. Ці технології підтримують аналіз сценаріїв, моделюючи різні економічні ситуації для оцінки їх впливу на фінансову стійкість компанії. Такий підхід забезпечує глибоке розуміння можливих вразливостей та сприяє розробці ефективних стратегій зниження ризиків [188].

Для ІТ-компаній штучний інтелект та машинне навчання є важливими як у внутрішньому управлінні, так і у створенні конкурентних продуктів. Використання цих технологій дозволяє ІТ-компаніям аналізувати великі обсяги даних, передбачати поведінку користувачів, оптимізувати серверні потужності та підвищувати безпеку. Наприклад, ІТ-компанії можуть використовувати ШІ для автоматизації моніторингу серверів, аналізу трафіку та визначення аномалій у реальному часі, що дозволяє значно знизити витрати на обслуговування інфраструктури. Крім того, розробка інноваційних продуктів з використанням ШІ (таких як рекомендаційні системи або чат-боти) допомагає створювати додаткову цінність, залучати клієнтів і розширювати ринки, що позитивно впливає на ринкову вартість ІТ-компаній.

Серед недоліків штучного інтелекту та машинного навчання можна визначити високу вартість впровадження на початковому етапі, потребу в

кваліфікованих спеціалістах для використання машинного навчання, а також загрозу конфіденційності через використання великих обсягів даних, що вимагає додаткових заходів для забезпечення безпеки і захисту персональної інформації.

Попри значні переваги та невелику кількість недоліків, впровадження штучного інтелекту залишається обмеженим. Згідно з дослідженням McKinsey, лише 22% компаній регулярно застосовують ШІ у своїй діяльності [204]. Більшість учасників зазначили, що основними сферами застосування ШІ є маркетинг і продажі (14%), розробка нових продуктів і послуг (13%), а також сервісні операції (10%).

Дослідження показало, що третина організацій вже використовує ШІ хоча б в одній з управлінських функцій, а 40% респондентів мають намір збільшити інвестиції в ШІ найближчим часом. Це свідчить про зростання впливу штучного інтелекту на управлінські процеси, що стає важливим для конкурентоспроможності компаній. Щоб скористатися можливостями ШІ, компаніям необхідно розробити власну стратегію інтеграції інтелектуальних рішень у бізнес-процеси [202].

4. Кібербезпека – це набір заходів, технологій, процесів та політик, які спрямовані на захист систем, мереж, даних та інформації від кіберзагроз. Основна мета кібербезпеки – забезпечити конфіденційність, цілісність та доступність даних, запобігати несанкціонованому доступу, витоку або знищенню інформації [205].

З розвитком цифрових платформ і зростаючою потребою в зберіганні даних питання кібербезпеки стало ключовим для компаній. Сучасні цифрові технології пропонують надійні інструменти для захисту інформації, такі як шифрування, системи для виявлення вторгнень і технології на основі ШІ для моніторингу загроз. Ці засоби допомагають захистити конфіденційну фінансову інформацію, запобігають витокам даних і зміцнюють захист організації від можливих кібератак. Завдяки таким заходам компанії можуть мінімізувати ризик фінансових втрат від кібератак і зберігати цілісність своїх фінансових систем [188].

Кібербезпека є критичним елементом управління вартістю компанії. Інциденти з кібербезпеки, такі як витоки даних або злом систем, можуть завдати значних збитків репутації компанії та призвести до значних фінансових втрат. Інвестуючи в кібербезпеку, компанія може запобігти потенційним загрозам і, відповідно, зменшити витрати на реагування та ліквідацію наслідків інцидентів. Правильна стратегія кібербезпеки допомагає компанії уникати дорогих помилок, зменшувати витрати на юридичні питання та штрафи, підвищувати довіру клієнтів і мінімізувати ризики.

Для ІТ-компаній кібербезпека є ще більш пріоритетною, оскільки вони зберігають та обробляють великі обсяги даних, часто включаючи конфіденційну інформацію клієнтів. Високий рівень захисту даних забезпечує довіру з боку клієнтів, що особливо важливо для аутсорсингових компаній.

ІТ-компанії можуть використовувати інноваційні підходи в кібербезпеці, такі як багатофакторна автентифікація, шифрування, управління доступом і регулярний моніторинг систем. Це допомагає їм мінімізувати ризики інцидентів, які можуть вплинути на репутацію і ринкову вартість. Впровадження кібербезпеки в ІТ-компаніях також допомагає покращити роботу внутрішніх процесів, забезпечуючи захищений обмін даними між відділами.

Недоліками використання технологій кібербезпеки є необхідність регулярних оновлень для підтримки актуальних систем, що вимагає додаткових ресурсів, складного початкового впровадження, а також потреба в експертах, пошук і утримання яких вимагає значних ресурсів.

В умовах нових викликів у сфері кібербезпеки компанії потребують модернізації підходів до управління своїми ресурсами, зокрема інформаційними. Для ефективного управління компанією в умовах цієї нової реальності важливо не тільки забезпечити стійкий захист від кіберзагроз, а й оптимізувати бізнес-процеси, щоб вони могли адаптуватися до змін в технологічному середовищі.

Одним із критичних факторів успіху є гнучкість організації бізнес-процесів та впровадження нових моделей і методів роботи, що дозволяють підвищити ефективність компанії. Оскільки технології та кіберзагрози постійно еволюціонують, важливо зосередити увагу на ключових напрямках захисту компанії, що сприяють зменшенню ризиків і втрат, а також підвищенню надійності інформаційних систем. Водночас змінюється і ставлення суспільства до питань безпеки даних, тому актуальність навчання співробітників користуванню захищеними протоколами та інформаційними системами зростає [206].

Такі заходи не тільки забезпечують безпеку, але й сприяють зростанню довіри до компанії, що, у свою чергу, позитивно впливає на її вартість, знижуючи операційні ризики та збільшуючи привабливість для інвесторів.

5. Big Data (великі дані) – це обсяг даних, який настільки великий та складний, що традиційні методи обробки та аналізу не можуть ефективно їх обробляти. Це включає структуровані, напівструктуровані та неструктуровані дані, які надходять із різних джерел, таких як соціальні мережі, сенсори, транзакції та інші цифрові платформи. Big Data характеризується трьома основними параметрами: обсягом (volume), швидкістю (velocity) та різноманітністю (variety) даних, що створюють нові можливості для аналізу і прийняття рішень на всіх рівнях управління компанією [207].

Big Data має потенціал суттєво підвищити ефективність управління компанією та максимізацію її вартості за рахунок більш точного прогнозування, оптимізації бізнес-процесів і поліпшення стратегічного планування.

Застосування великих даних має значний вплив на управління вартістю компанії. По-перше, вони дозволяють підвищити ефективність ухвалення рішень, забезпечуючи доступ до важливої інформації в реальному часі завдяки швидкій обробці та аналізу великих обсягів даних, що допомагає оперативно реагувати на потреби бізнесу. По-друге, великі дані сприяють розвитку різноманітних інструментів для прийняття рішень, що дозволяє компанії бути більш адаптивною.

По-третє, ухвалені рішення мають більшу переконливість і точність, оскільки вони базуються на значному обсязі статистичних даних, що зміцнює довіру до управлінських стратегій. Крім того, технології великих даних стають важливим орієнтиром для операційної стратегії, що в свою чергу сприяє збільшенню ефективності бізнес-процесів і підвищенню загальної вартості компанії [208, с. 65].

Для ІТ-компаній Big Data є особливо важливою, оскільки вони часто працюють з великими обсягами цифрових даних, що генеруються як усередині компанії (внутрішні дані), так і зовні (дані користувачів, дані з сервісів, соціальних мереж і т.д.). Використання Big Data в таких компаніях допомагає в таких випадках:

- розробка інноваційних продуктів. Збирання і аналіз даних щодо потреб користувачів дозволяє ІТ-компаніям створювати нові продукти або вдосконалювати існуючі, що може збільшити конкурентоспроможність і вартість компанії.
- покращення продуктів через зворотний зв'язок. Системи зворотного зв'язку (запити клієнтів, відгуки на форумах, соціальних мережах) допомагають ІТ-компаніям оптимізувати свої продукти на основі реальних даних, що підвищує їх якість і лояльність споживачів.
- оптимізація інфраструктури. Аналіз даних про використання серверів, баз даних і хмарних технологій дозволяє оптимізувати витрати на ІТ-інфраструктуру, що безпосередньо сприяє підвищенню рентабельності і вартості компанії.
- управління великими проектами. Аналізуючи дані про проекти, ІТ-компанії можуть вчасно виявляти проблеми, коригувати стратегії розвитку і ефективно використовувати ресурси.

Технології великих даних мають суттєвий вплив на економічну ефективність компаній, дозволяючи краще розуміти споживачів і персоналізувати взаємодії. Вони допомагають компаніям аналізувати поведінку клієнтів, їх уподобання та вимоги, що веде до поліпшення послуг і продуктів. Також, завдяки Big Data, можна оптимізувати використання ресурсів компанії, створюючи точні карти розподілу та

аналізуючи взаємозв'язки, які раніше не були очевидними. Від цього залежить зниження ризиків, покращення планування виробництва та прийняття стратегічних рішень, а також ефективність управління брендом та взаємодії з клієнтами через інтернет-канали [208, с. 66].

Незважаючи на численні переваги, що надають великі дані, існують і певні обмеження у їх застосуванні. Багато компаній стикаються з проблемами в реалізації технологій Big Data, оскільки вони потребують значних ресурсів для збору, обробки та аналізу великих обсягів інформації. Неправильне використання цих технологій може призвести до невдачі, тому важливо, щоб компанії ретельно підходили до їх інтеграції у свою діяльність [208, с. 66].

6. ERP (Enterprise Resource Planning) – це комплекс програмних засобів, що дозволяє інтегрувати основні бізнес-процеси компанії в єдину систему для покращення управління ресурсами, контролю та планування. ERP-системи охоплюють фінансовий облік, управління ланцюгами постачання, виробництво, людські ресурси, продажі, маркетинг, а також надають інструменти для аналітики та прийняття стратегічних рішень [209, с. 173].

ERP-системи слугують важливим інструментом для компаній, які прагнуть ефективно управляти ресурсами та оптимізувати витрати на операційні процеси. Сучасна ERP-платформа, інтегрована з іншими інформаційними системами компанії, надає комплексний набір показників, що дозволяє здійснювати контроль ключових аспектів операційної діяльності. ERP-системи базуються на єдиній базі даних, яка містить всю накопичену інформацію організації, зокрема фінансові дані, відомості про виробництво та управління персоналом. Завдяки інтеграції даних в ERP-системах менеджери можуть отримувати вичерпну та актуальну інформацію з одного джерела, що дає змогу приймати обґрунтовані рішення на основі точних даних, доповнюючи їхню власну інтуїцію [210, с. 73].

ERP-системи сприяють оптимізації фінансових процесів компанії, забезпечуючи точний облік доходів та витрат, що дозволяє приймати обґрунтовані

рішення щодо інвестицій і підвищувати ліквідність. Прозора фінансова звітність знижує ризики та підвищує довіру інвесторів, що позитивно впливає на вартість компанії.

ERP-системи також підтримують персоналізацію обслуговування клієнтів через CRM-модулі, що збільшує лояльність та продажі. Здатність ERP аналізувати й прогнозувати на основі великих обсягів даних дозволяє коригувати стратегії управління, а автоматизація процесів знижує витрати й зменшує залежність від людського фактору, даючи змогу фокусуватися на стратегічних ініціативах і підвищувати прибутковість.

Для IT-компаній, де ресурси швидко змінюються, а проектна діяльність є основною, ERP-системи можуть забезпечити більш гнучке управління проектами та ресурсами. Вони дозволяють інтегрувати управління розробкою програмного забезпечення, управлінням персоналом, фінансами та маркетингом в єдину платформу. Зокрема, ERP-система може допомогти в управлінні життєвим циклом проектів, зменшенні витрат на розробку, покращенні планування часу та ресурсів, а також в моніторингу витрат і прибутків від кожного проекту, що допомагає підвищити загальну ефективність і максимізувати вартість компанії.

ERP-системи, хоча й мають значні переваги, також мають певні обмеження, що можуть вплинути на їх ефективність. Зокрема:

- ERP-системи приносять користь лише за умови правильної інтеграції та використання. Неправильне впровадження може призвести до неповного використання їхнього потенціалу, що гальмує підвищення продуктивності й вартості компанії.

- ERP часто стикається з труднощами інтеграції з додатками електронного бізнесу, що є особливо важливим для компаній, які залежать від швидкої обробки даних і масштабування послуг. Недостатня інтеграція може обмежувати ефективність роботи компанії на ринку.

- Обмежені аналітичні можливості: ERP-системи добре накопичують дані, проте часто недостатньо ефективні в їх аналітичній обробці. Це може стати значним недоліком для компаній, які потребують комплексного аналізу даних для прийняття стратегічних рішень і оптимізації процесів для збільшення вартості [211].

7. Аналітика в реальному часі (RTA) – це процес безперервного збору, обробки та аналізу даних у момент їх отримання, що дозволяє компаніям відстежувати показники, оперативно реагувати на зміни та приймати інформовані рішення на основі найактуальнішої інформації.

Завдяки аналітиці в реальному часі компанії можуть підвищити свою ефективність і конкурентоспроможність. Наприклад, дані про поведінку клієнтів або зміни попиту можуть допомогти оптимізувати виробничі процеси, зменшити зайві витрати та підвищити якість обслуговування клієнтів. Аналітика в реальному часі також дозволяє вчасно ідентифікувати ризики, що знижує ймовірність фінансових втрат і підвищує довіру з боку інвесторів. Для фінансових відділів це забезпечує доступ до поточних даних, дозволяючи їм точніше планувати бюджети, прогнозувати грошові потоки та визначати пріоритети інвестицій, що сприяє максимізації вартості компанії.

Для ІТ-компаній аналітика в реальному часі корисна тим, що вона допомагає оперативно відстежувати зміну вимог клієнтів, поведінку користувачів у режимі онлайн, навантаження на системи та інші ключові показники. Це дозволяє ІТ-компаніям підтримувати високу якість сервісу, персоналізувати пропозиції для клієнтів, реагувати на зміни ринку та оптимізувати ресурси. Крім того, аналітика допомагає ідентифікувати технічні проблеми та швидко реагувати на них, що знижує ризик втрати клієнтів та зростання витрат, що сприяє підвищенню вартості компанії в очах інвесторів.

Основним мінусом аналітики в реальному часі є те, що для великих компаній, у яких фінансові дані розподілені між різними системами, створення ефективного аналізу на основі роз'єднаних, але пов'язаних бізнес-операцій і транзакцій може

бути досить складним завданням [212]. Також цей інструмент має високі витрати на впровадження та підтримку інфраструктури для обробки даних у реальному часі.

8. Роботизація процесів (RPA) – це технологія, яка дозволяє автоматизувати повторювані й рутинні завдання в бізнес-процесах шляхом використання програмних роботів, здатних імітувати дії людини в цифрових системах. RPA дозволяє виконувати завдання швидко, з точністю та без перерв, забезпечуючи ефективність виконання різних операційних процесів, таких як обробка даних, управління документообігом, введення даних, аудит тощо [213].

RPA дозволяє знизити витрати на виконання операційних завдань: замість найму додаткових працівників для виконання рутинних завдань компанії можуть використовувати RPA-роботів, що допомагає компаніям ефективніше використовувати фінансові ресурси, знижуючи витрати на операційну діяльність та підвищуючи рентабельність. Ця автоматизація зменшує ризик людських помилок, що сприяє покращенню якості даних і підвищенню точності операцій, позитивно впливаючи на прийняття рішень та зростання вартості компанії.

Використання RPA значно скорочує час, необхідний для виконання рутинних процесів, покращуючи обслуговування клієнтів, прискорюючи внутрішні процедури та підвищуючи конкурентоспроможність. Також RPA сприяє підтримці управлінських рішень, дозволяючи швидко обробляти та аналізувати дані для стратегічного планування [214].

Для IT-компаній RPA є надзвичайно цінним інструментом, оскільки дозволяє автоматизувати такі процеси, як управління проектами, тестування програмного забезпечення, оновлення баз даних та звітність. IT-компанії можуть використовувати RPA для прискорення внутрішніх процесів, наприклад, автоматизації управління ліцензіями або системних оновлень, що знижує витрати на IT-інфраструктуру та дозволяє спрямовувати ресурси на розробку нових продуктів. Крім того, завдяки RPA можна автоматизувати моніторинг серверів та аналіз логів, що забезпечує стабільну роботу систем і мінімізує ймовірність збоїв.

Основними недоліками RPA є необхідність додаткових витрат на навчання або найм спеціалістів (роботи потребують налаштування та підтримки) та обмежена гнучкість у складних завданнях, тому що RPA-роботи ефективні для рутинних завдань, але можуть не впоратися зі складними або нестандартними операціями.

Таким чином, у сучасному динамічному бізнес-середовищі інновації є ключовим інструментом для досягнення довгострокової конкурентної переваги. Проведене дослідження демонструє, що впровадження цифрових рішень, автоматизації та інших інноваційних технологій може значно підвищити операційну ефективність, знизити витрати та сприяти стабільному зростанню вартості компанії. Інноваційні технології допомагають компаніям залишатися гнучкими та адаптивними до змін ринку, що є важливим фактором у забезпеченні фінансової стійкості [215].

Залучення інноваційних підходів до управління вартістю компанії є необхідним для підтримання конкурентоспроможності в умовах обмежених ресурсів. Таким чином, стратегічне використання інноваційних технологій сприяє не лише оптимізації внутрішніх процесів, але й збільшує привабливість компанії для інвесторів, що в підсумку забезпечує стійке зростання та максимізацію її вартості на ринку.

Висновки до розділу 3

Проведене дослідження щодо напрямів удосконалення управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів дозволило отримати наступні висновки:

1. Визначено основні принципи формування капіталу компанії, а саме: фінансування розвитку компанії через залучення капіталу, формування оптимальної структури капіталу, мінімізація витрат на залучення капіталу із різних джерел, підвищення ефективності використання капіталу та недопущення

використання довгострокового капіталу на поточні потреби компанії. Висвітлено, що процес оптимізації співвідношення джерел фінансування компаній здійснюється на таких етапах: аналіз капіталу та основних факторів, що впливають на його структуру; оптимізація співвідношення власних і позикових джерел фінансування за критерієм максимізації рівня рентабельності; мінімізація вартості капіталу і рівня фінансових ризиків, формування показника цільової структури фінансових ресурсів.

2. Виявлено основні ознаки ефективної структури капіталу компанії, а саме: інтенсивний розвиток компанії, безперервність виробничого процесу, висока швидкість обороту капіталу, баланс між дохідністю капіталу та рівнем ризику, рентабельність інвестованого капіталу вища за середньозважену вартість капіталу компанії; збільшення вартості компанії з кожним наступним періодом.

3. Розроблено науково-методичні рекомендації щодо оптимізації структури капіталу ІТ-компаній на основі критерію мінімізації його вартості, що передбачає попередню оцінку можливих обсягів залучення власного та позикового капіталу на основі розрахунку варіантів середньозваженої вартості капіталу для вибору його оптимальної структури. Обґрунтовано, що цей підхід може бути поєднаний з методом оцінки дисконтування грошових потоків, який дозволяє розрахувати різні варіанти середньозваженої вартості капіталу на основі застосування аналізу чутливості, аналізу сценаріїв та коефіцієнтів еластичності, що дозволить підвищити вартість компанії.

4. Запропоновано науково-методичний підхід щодо оптимізації структури фінансових ресурсів, який враховує рівень доступності внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування, базується на визначенні вартості залучення капіталу, впливу структури капіталу на фінансову стійкість компанії, визначенні напрямів підвищення інвестиційної привабливості компанії та дозволяє підвищити вартість компанії.

5. Виявлено, що аналізовані компанії неефективно використовують грошові кошти, що знижує дохідність капіталу і довгостроковий потенціал компанії. Визначено, що більшу частину операційних доходів та витрат складають реалізація послуг від проектів та вартість праці, тоді як інші напрями – не є пріоритетними, що свідчить про недостатність фінансової гнучкості та потребує диверсифікації джерел доходу.

6. Запропоновано напрями удосконалення управління грошовими потоками як ключового напрямку підвищення вартості компаній в умовах обмежених фінансових ресурсів на основі: застосування інвестиційних інструментів, що демонструють найвищий потенціал для підвищення вартості компанії; управління оборотними активами; використання інноваційних технологій для підвищення вартості компанії. Визначено, що впровадження інноваційних технологій дозволяє вдосконалити управлінські процеси, оптимізувати витрати та підвищити вартість компанії.

Отримані у третьому розділі результати дисертаційного дослідження частково висвітлені у працях автора [42; 65; 98; 175; 180]

ВИСНОВКИ

На основі дослідження управління вартості компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, що є важливим елементом фінансового управління, у дисертаційній роботі отримані наступні висновки теоретичного, науково-методичного та науково-прикладного характеру:

1. Досліджено етапи еволюції та встановлено особливості економічної сутності вартості компанії, на основі яких виділено основні наукові підходи до визначення поняття вартості компанії: ціновий, адитивний, комплексний, стратегічний, ціннісний та зовнішній. Визначено функції вартості компанії, а саме: інтеграція ключових фінансових показників з урахуванням нефінансових чинників; відображення актуальної вартості компанії з урахуванням майбутніх перспектив розвитку; свідчення рівню ефективності управлінських рішень; показник стабільності та перспектив сталого розвитку компанії. Запропоновано визначення вартості, а саме, вартість компанії – це складна система взаємовідносин як у середині компанії, так й з зовнішнім середовищем з приводу формування об'єктивної сукупної цінності компанії, яка відображає здатність компанії генерувати фінансові та нефінансові результати, ефективно використовувати фінансові ресурси та може бути розрахована та використана для досягнення довгострокового розвитку. Дане визначення вартості компанії, на відміну від існуючих, дозволяє врахувати взаємозв'язок внутрішнього та зовнішнього середовища компанії, вплив ключових фінансових і нефінансових чинників, унікальність компанії, надає можливість комплексно підійти до процесу оцінки вартості компанії та надати науково-методичні рекомендації щодо оптимального управління вартістю компанії.

2. Узагальнено і проаналізовано основні методи оцінки вартості компанії: витратний, доходний, порівняльний та синтетичний. Запропоновано класифікацію науково-методичних підходів до оцінювання вартості компанії за ознакою

призначення оцінки вартості, що надало можливість виявлення переваг та недоліків, а також надання рекомендацій щодо оптимального застосування кожного з методів оцінки вартості компанії у рамках даних підходів, зокрема тих, які найкраще підходять для визначення вартості компанії за умов обмежених фінансових ресурсів.

3. Досліджено фактор обмеженості фінансових ресурсів в управлінні вартістю компанії. Виділено ознаки обмеженості фінансових ресурсів, серед яких: неможливість залучення фінансових ресурсів з усіх джерел внаслідок високої вартості капіталу; низький рівень фінансової стійкості компанії під впливом зовнішніх чинників; низький рівень інвестиційної привабливості компанії. Сформовано системний підхід до управління фінансовими ресурсами компанії, етапи якого включають: встановлення цілей управління фінансовими ресурсами; аналіз поточного стану фінансових ресурсів; розробку фінансової політики та стратегії компанії; створення методичного інструментарію для прийняття управлінських рішень щодо формування та раціонального використання фінансових ресурсів; розробку внутрішніх регламентів і нормативів; встановлення базових показників аналізу фінансових ресурсів; розробку ресурсних нормативів та інструментів для планування та прогнозування; впровадження системи контролю за фінансовими ресурсами; організацію управлінського обліку та фінансового моніторингу.

4. Запропоновано алгоритм управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, який складається з таких етапів: встановлення мети управління вартістю компанії; аналіз галузі та фінансового стану компанії; вибір оптимальних підходів і методів оцінки вартості компанії; оцінка вартості компанії; виявлення ключових факторів впливу на вартість компанії; визначення напрямів підвищення вартості компанії та впровадження обраних напрямів підвищення вартості компанії. Проаналізовано тенденції розвитку та поточний стан ІТ-індустрії України та виявлено, що технологічний сектор залишається найбільшим серед

експортних галузей України та є експортною галуззю, яка не споживає природних ресурсів і не вимагає великих капіталовкладень. На основі проведеного фінансового стану українських сервісних ІТ-компаній з'ясовано, що компанії стикаються з викликами, пов'язаними з впливом зовнішніх факторів, які впливають на їх фінансову та операційну діяльність. Обґрунтовано, що продовження тенденцій останніх років може спричинити тимчасову нестачу робочої сили, необхідної для здійснення щоденної операційної діяльності компаній.

5. Оцінено вартість ІТ-компаній з урахуванням обмежених фінансових ресурсів. Визначено, що доходний та порівняльний підходи є найбільш актуальними для оцінювання вартості компанії в українських умовах, адже застосування обох цих методів дозволяє враховувати як довгострокову перспективу розвитку, так і поточну ринкову ситуацію. Запропоновано підхід до оцінки вартості компанії з урахуванням чинників обмежених фінансових ресурсів, оснований на поєднанні методів доходного та порівняльного підходів для отримання об'єктивної оцінки вартості ІТ-компаній, що дозволить врахувати цілий ряд важливих факторів, таких як: ризик, інфляція, ринкова ситуація, фінансова стійкість, обмеження фінансових ресурсів та можливості економічного зростання компанії. Визначено, що така оцінка дозволить розрахувати справедливую вартість компанії, адже більшість інвесторів орієнтовані не лише на вирішення тактичних завдань щодо максимізації доходів та прибутку, а й на досягнення стратегічних цілей максимізації вартості компанії, як ключового показника ефективності управління.

6. Обґрунтовано науково-методичні положення щодо визначення факторів впливу на вартість компанії в умовах обмежених фінансових ресурсів, які полягають в застосуванні аналізу чутливості, коефіцієнтів еластичності, аналізу структури фінансових ресурсів та методу дисконтування грошових потоків. Застосування аналізу чутливості показало, що зміна середньозваженої вартості капіталу є одним з найбільш впливових факторів на оцінку вартості компаній. Визначено коефіцієнти еластичності та проведено ранжування за силою впливу на

вартість ІТ-компаній, а саме: чистий дохід, собівартість, EBITDA (прибуток до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань), дебіторська заборгованість, зміни в оборотному капіталі, адміністративні витрати, кредиторська заборгованість, капітальні інвестиції.

7. Розроблено науково-методичні рекомендації щодо оптимізації структури капіталу ІТ-компаній на основі критерію мінімізації його вартості, що передбачає попередню оцінку можливих обсягів залучення власного та позикового капіталу на основі розрахунку варіантів середньозваженої вартості капіталу для вибору його оптимальної структури. Запропоновано науково-методичний підхід щодо оптимізації структури фінансових ресурсів, який враховує рівень доступності внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування, базується на визначенні вартості залучення капіталу, впливу структури капіталу на фінансову стійкість компанії, визначенні напрямів підвищення інвестиційної привабливості компанії та дозволяє підвищити вартість компанії.

8. Виявлено, що аналізовані компанії неефективно використовують грошові кошти, що знижує дохідність капіталу і довгостроковий потенціал компанії. Визначено, що більшу частину операційних доходів та витрат складають реалізація послуг від проектів та вартість праці, тоді як інші напрями – не є пріоритетними, що свідчить про недостатність фінансової гнучкості та потребує диверсифікації джерел доходу.

9. Запропоновано напрями удосконалення управління грошовими потоками як ключового напрямку підвищення вартості компаній в умовах обмежених фінансових ресурсів на основі: застосування інвестиційних інструментів, що демонструють найвищий потенціал для підвищення вартості компанії; управління оборотними активами; використання інноваційних технологій для підвищення вартості компанії. Визначено, що впровадження інноваційних технологій дозволяє вдосконалити управлінські процеси, оптимізувати витрати та підвищити вартість компанії.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Панченко А. А. Вплив війни на оцінку вартості підприємства. *Молодий вчений*. 2023. № 6 (118). С. 89-93.
2. Воронін А.В. Системний підхід до управління вартістю підприємства. *Економіка і організація управління*. 2016. № 3 (23). С. 148–155.
3. Корягін М. В. Підходи до визначення поняття вартості підприємства та їх розвиток. *Lviv Polytechnic National University Institutional Repository*. 2012. № 1. С. 121–126.
4. Altan M., Arkan F. Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*. 2011. № 9 (9). P. 61–66.
5. Кривов'язюк І. В. Економічна сутність поняття «Вартість підприємства» та детермінація її зростання. *Ефективна економіка*. 2020. № 10. С. 99–104.
6. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Вартість компанії: сутність та особливості визначення. *Науковий Вісник Одеського національного економічного університету*. 2023. № 1–2 (302–303). С. 120–126.
7. Яремко І. Й. Оцінка ринкової вартості підприємств: порівняльний підхід. *Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України*. 2005. Вип. 15, №4. С. 311–315.
8. Фесіна Г. Ю. Вартість підприємства як індикатор оцінювання сталості його розвитку. *Actual problems of Economics*. 2022. № 10–11 (256–257). С. 153–160.
9. Давидов О. І. Вартість підприємства як економічна категорія. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 5. С. 8–19.
10. Климаш Н. І. Економічна додана вартість (EVA) та її вплив на вартість підприємства. *Актуальні проблеми використання потенціалу економіки країни: світовий досвід та вітчизняні реалії* : матеріали IV Міжнародної науково-

практичної конференції (Дніпро, 25 квітня 2020 р.) Дніпро: ПДАБА, 2020. С. 115–117.

11. Гречко А., Очеретяна, О. Дослідження еволюції наукової думки в аспектах визначення сутності поняття «сталий розвиток підприємства». *Підприємництво та інновації*. 2020. № 15. С. 37–41.

12. Пронько Л. М., Березюк С.В. Вартість і капіталізація підприємств та методи їх оцінки. *Економічні науки. Серія "Облік і фінанси"*. 2011. №. 8 (29). С. 384–391.

13. Мискін Ю. І., Гринишин М.І., Романюк А.П. Сутність цінності підприємства як об'єкта обліку та аналізу. *Механізм регулювання економіки*. 2022. № 3–4 (97–98). С. 124–128.

14. Kryvovyazyuk I., Smerichevskyi S., Myshko O., Oleksandrenko I., Dorosh V. and Visyna T. Application of Combined Modeling Methods for Estimating and Forecasting the Business Value of International Corporations. *International Journal of Management*. 2020. № 11 (7). P. 1000–1007.

15. Маєвська Н. І. Сучасні підходи до моделювання доданої вартості: візія стейкхолдерів. *Економіка та суспільство*. 2023. № 53. С. 1–5.

16. Замазій О. В.. Аспекти обліково-аналітичного забезпечення управління ринковою вартістю суб'єктів господарювання. *Трансформаційна економіка*. 2023. № 2. С. 23–27.

17. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. New York: Free Press, 1986. 270 p.

18. Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*. 2006. № 1069. P. 1-13.

19. Моїсєєв В. В., Домбровська С. О. Переваги та недоліки вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2020. Вип. 40. С. 63–67.

20. Давидов О. І. Моделі доданої вартості підприємств: економічний зміст та особливості побудови. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2017. № 28. С. 167–172.
21. Новіков В. М. Теоретичний аналіз моделей оцінки доданої вартості бізнесу. *Вісник Сумського державного університету*. 2022. № 3. С. 91–96.
22. Шурпенкова Р. Використання математичних методів і моделей в економічному аналізі. *Математичні методи, моделі та інформаційні технології у науці, освіті, економіці, виробництві* : збірник матеріалів III Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Маріуполь, 28 квітня 2021 р.). Маріуполь, 2021. С. 119–122.
23. Портний О. В., Яновська В. П. Еволюція моделей ціннісно-орієнтованого управління: від доданої вартості до ESG. *Вісник Київського інституту бізнесу та технологій*. 2020. №4. С. 4–12.
24. Гриценко Л. Л., Деркач Л. С. Економічна додана вартість як показник оцінки ефективності функціонування підприємства. *Вісник Сумського державного університету*. 2022. № 1. С. 41–52.
25. Угрімова І. В., Замула О. В. Практичні аспекти методології оцінки бізнесу: досвід країн ЄС, Америки і України. *Економічні науки*. 2020. № 6 (8). С. 45–50.
26. Шашина М. В. Визначення модернізаційного потенціалу регіонального простору на основі динамічних показників доданої вартості за видами економічної діяльності. *Економіка та держава*. 2020. №5. С. 98–102.
27. Фірман Н. Я., Вашків О. П. Економічна сутність фінансового результату підприємства. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2019. № 5. С. 162–168.
28. Stern Stewart & Co. The independent strategy consulting boutique. 2023. URL: <http://www.sternstewart.com> (дата звернення: 23.06.2023).
29. Давидов О. І. Проблеми та перспективи застосування концепції управління вартістю підприємств в Україні. *Маркетинг та менеджмент інновацій*. 2016. С. 170–182.

30. Weissenrieder F., E. Ottoson. Cash Value Added – a new method for measuring financial performance. *Gothenburg Studies in Financial Economics*. 1996. № 1. P. 34–46.
31. Моїсєєв В. В. Проблеми впровадження вартісно-орієнтованого управління на підприємствах України. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 21 жовтня 2021 р.). Одеса: ОНЕУ, 2021. С. 74–75.
32. Цибульська Е. І., Шендрик В. С. Оцінка вартості підприємства в умовах невизначеності. *Економічний простір*. 2020. № 159. С. 119–123.
33. Воронкова Т. Є., Біляк А. С. Фінансова стратегія в системі управління підприємством. *Ефективна економіка*. 2017. № 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5910> (дата звернення: 30.11.2022 р.).
34. Arnold G., Davies M. Value-based Management: Context and Application. Wiley, 2000. 384 p.
35. Мельничук І. В. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні економічною безпекою підприємства. *Стан і перспективи розвитку обліково-інформаційної системи в Україні* : збірник матеріалів VI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Тернопіль, 22 травня 2020 р.). Тернопіль: ЗНУ, 2020. Вип. 1. С. 199–202.
36. Kaplan R. S., Norton D. P. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action. Boston : Harvard Business School Press, 1996. 336 p.
37. Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors. CFA Institute. 2008. 44 p.
38. Гордієнко Н. І. Теоретичні підходи до оцінки вартості бізнесу. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2021. С. 126–129.
39. В. Ю. Задерей. Методи оцінки вартості компаній. *Агросвіт*. 2017. № 5. С. 48–54.

40. Лесик Л., Петрушка Т., Ємельянов, О. Ринкова вартість як один з індикаторів формування і оцінювання економічного потенціалу підприємств. *ЛОГОΣ*. 2020. № 6. DOI: <https://doi.org/10.36074/2663-4139.06.02> (дата звернення: 14.02.2023 р.).
41. Рубан Ю. Б., Татар М. С. Методологічні основи оцінювання вартості підприємства в сучасних умовах. *Економіка та суспільство*. 2017. № 13. С. 18–24.
42. Моїсєєв В. В. Управління витратами підприємств як інструмент підвищення ефективності їх діяльності. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 20 жовтня 2022 р.). Одеса: ОНЕУ, 2022. С. 87–88.
43. Корчевська Л. О., Адвокатова, Н. О. Вартісний підхід до визначення фінансової стійкості підприємства. *Вісник ХНТУ*. 2021. № 1 (76), С. 198–203.
44. Кириченко Г. В. Основні підходи до оцінювання вартості та можливість їх застосування на підприємствах транспорту. *Менеджмент та підприємництво в Україні*. Вип. 1, № 1. 2019. С. 14–23.
45. Лукач А. М., Ставицький О. В. Методи оцінки ринкової вартості підприємства в умовах сучасної економічної ситуації. *Актуальні проблеми економіки та управління*. 2018. Вип. 12. URL: <https://ela.kpi.ua/server/api/core/bitstreams/d52c245f-add9-4153-8541-7b1f1b3ad6e8/content> (дата звернення: 16.02.2023 р.)
46. Єфремова Л. В., Алєйнікова, Н. М.. Особливості використання методичних підходів з оцінки при визначенні ринкової вартості підприємства. *Бізнес Інформ*. 2013. № 6. С. 284–288.
47. Ковальчук І. В., Ущаповська О. С. Оцінка вартості бізнесу: сучасні підходи та проблеми. *Макроекономічні аспекти сучасної економіки*. 2019. № 2 (213). С. 17-23.
48. Циган Р., Лижова Є. Аналіз підходів та методів оцінки вартості підприємства. *Молодий вчений*. 2020. № 11 (87). С. 209–214.
49. Яремко І. Й. Економічний інструментарій вартісно-орієнтованої концепції управління. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. 2017. № 862. С. 288–296.

50. Лаговська О. Оцінка вартості підприємства: аналіз підходів та методів. *Економічний аналіз*. 2012. № 10. С. 414–417.
51. Сендерович А. Й. Сучасні моделі оцінки вартості компаній. *Економічна наука*. 2015. № 1. С. 99–106.
52. Чубка О. М., Федевич Л. С., Курило О.Б. Витратний підхід до оцінки вартості підприємства. *Економіка і суспільство*. 2018. № 19. С. 1198–1203.
53. Терлецька В. О. Підходи та методи оцінювання інноваційної компанії. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку*. 2021. № 3 (1). С. 177–182.
54. Міокова Г. І. Вартість підприємства та її оцінка. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. 2012. Вип. 22, № 2. С. 149–156.
55. Сотніков А. В. Основні підходи та методи оцінки вартості підприємств. *Вісник НТУ «ХПІ»*. 2015. № 61 (1170). С. 70–73.
56. Попович Д. В. Особливості застосування основних підходів до оцінювання бізнесу в період кризи. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2015. Вип. 25, № 1. С. 338–344.
57. Башуцька О. С., Римар І. І. Методичні підходи для оцінки ринкової вартості підприємства. *Цифрова економіка як фактор інновацій та сталого розвитку суспільства* : збірник матеріалів І міжнародної науково-практичної конференції молодих учених та студентів (м. Тернопіль, 2-3 грудня 2021). ТНТУ: Тернопіль, 2021. С. 28–30.
58. Штефан Н. М. Удосконалення методів оцінки вартості промислових підприємств. *Економічний вісник*. 2021. №3. С. 182–190.
59. Bylich A.V. Theoretical and practical aspects of business valuation based on DCF-method (discounted cash flow). *Економіка АПК*. 2013. № 8. Р. 78–84.
60. Koller T., Goedhart M., Wessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 7th edition, McKinsey & Company. 2020. URL:

<https://www.kotobati.com/book/download/4b2043c4-df29-4dd7-bb4b-f52df7b7b6df>

(дата звернення: 28.02.2023 р.)

61. Damodaran A. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends in Finance*. 2007. Vol. 1, № 8. P. 693–784.
62. Лейфура М. В. Оцінювання вартості компаній на основі моделі Firm DCF: практичні аспекти. *Проблеми сучасних трансформацій. Серія: економіка та управління*. 2023. № 8. DOI: <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2023-8-11-01> (дата звернення: 25.02.2024 р.).
63. J. Pinto, E. Henry, J. D. Stowe, T. R. Robinson. Equity Asset Valuation. New Jersey : John Wiley & Sons, 2007. 454 p.
64. Mauboussin M., Callahan D. Everything Is a DCF Model: Mantra for valuing cash-generating assets. *Morgan Stanley - Counterpoint Global Insights*. 2021. С. 1–13.
65. Moiseiev V., Iorgachova M. Specificities of using income approach methods for company valuation. *Modern Engineering and Innovative Technologies*. 2024. № 33 (02). P. 87–99.
66. Myers S. Interactions of corporate financing and investment decisions – implications for capital budgeting. *Journal of Finance*. 1974. № 29. P. 1–25.
67. Стащук О. В., Савчук Л.С. Теоретичні та практичні аспекти оцінювання вартості капіталу підприємств. *Економіка і суспільство*. 2018. № 19. С. 1153–1157.
68. Моїсєєв В. В., Іорга С. М. Роль мультиплікаторного аналізу в системі методів оцінки вартості компанії. *Управління інноваційним процесом в Україні: розвиток співпраці* : збірник матеріалів VIII міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 18-20 червня 2020 р.). Львів: Національний університет «Львівська політехніка, 2020. С. 131–132.
69. Піжук О. І. Теоретичні та практичні аспекти оцінки вартості підприємства. *Економічний вісник*. 2013. № 1. С. 80–85.
70. Livingfo. Метод угод. 2022. URL: <https://livingfo.com/metod-uhod/> (дата звернення: 05.04.2023).

71. Livingfo. Метод галузевих коефіцієнтів. 2022. URL: <https://livingfo.com/metod-haluzevykh-koefitsiientiv/> (дата звернення: 05.04.2023).
72. Мединцева М. О., Марченко В. М. Методичні підходи до оцінювання вартості бізнесу. *Актуальні проблеми економіки та управління*. 2015. № 9. С. 1153–1157.
73. Хаустова В. Є., Матюшенко О. І. Методологічні засади оцінки вартості підприємства. *Проблеми економіки*. 2009. № 4. С. 57–76.
74. Шестаков Д. Ю. Метод реальних опціонів як інструмент оцінки проектів з високою невизначеністю. *Бізнес Інформ*. 2019. № 2. С. 102–108.
75. Капаціла Я. І. Використання моделей оцінки ринкової вартості підприємства в умовах нестабільної економіки. *Фундаментальні та прикладні проблеми сучасних технологій* : збірник матеріалів Міжнародної науково-технічної конференції (м. Тернопіль, 2-3 грудня 2018). Тернопіль: ТНТУ, 2018. С. 302–303.
76. Козенкова В. Д. Оцінка та моделювання вартості промислового підприємства.. *Економічний вісник*. 2018. № 3. С. 157–168.
77. Бондаренко О. С. Фінансові ресурси та фінансові потоки: сучасна теорія та практика управління. *Економічна наука. Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 4. С. 25–28.
78. Єрешко Ю. О., Товмасян В. Р. Теорія фінансової політики підприємства. *Економічна наука. Інвестиції: практика та досвід*. 2020. № 15-16. С. 63–68.
79. Соляник Л. Г., Цуркан І. М., Сорокіна І. Р. Науково-методичні підходи до формування політики управління фінансовими ресурсами підприємства. *Ефективна економіка*. 2021. № 10. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.10.71> (дата звернення: 02.05.2023).
80. Нечипоренко А. В., Рибалкіна А. О. Теоретичні аспекти формування та використання фінансових ресурсів підприємства. *Ефективна економіка*. 2020. № 11. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.11.85> (дата звернення: 02.05.2023).

81. Гладкова О. В., Свинаренко Т. І. Оптимізація структури фінансових ресурсів суб'єктів підприємництва. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука», Серія: «Економічні науки»*. 2019. № 4 (24). С. 22-30.
82. Гаврилко П. П. Вдосконалення управління фінансовими ресурсами підприємства на сучасному етапі розвитку економіки України. *Вісник ОНУ імені І. І. Мечникова*. 2016. Вип. 21, № 3. С. 131–134.
83. Телишевська Л.І., Голованова А.В., Яско Р.С. Засади формування та використання фінансових ресурсів підприємства. *Економіка. Фінанси. Право*. 2017. № 5 (1). С. 24–27.
84. Ксьондз С. М. Проблеми формування фінансових ресурсів підприємств. *Економіка і суспільство*. 2017. № 10. С. 611–615.
85. Бердар М. Управління процесом формування і використання фінансових ресурсів підприємства на основі логістичного підходу. *Актуальні проблеми економіки*. 2018. № 5 (83). С. 133–138.
86. Дикань Л. В. Стратегічне управління фінансовими ресурсами промислового підприємства. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 12–18.
87. Гайбура Ю. А. Концептуальні засади формування фінансових ресурсів підприємств за сучасних умов. *Агросвіт*. 2020. № 6. С. 14–21.
88. Лукіна Ю. В. Формування та реалізація стратегії управління фінансами підприємства. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 113.
89. Гвоздей Н. І. Оцінка ефективності використання фінансових ресурсів підприємства. *Економічна думка*. 2018. № 1. С. 216–221.
90. Кравченко О. О., Сипко М. Ю. Управління фінансовими ресурсами в умовах невизначеності. *Ефективна економіка*. 2018. № 12. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2018.12.8> (дата звернення: 12.05.2023).
91. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Формування системи управління фінансовими ресурсами компанії в сучасних умовах фінансового ринку. *Наукові проблеми господарювання на макро-, мезо- та мікроекономічному рівнях* : збірник матеріалів

- міжнародної XXII науково-практичної конференції (м. Одеса, 25-26 квітня 2024 р.). Одеса: ОНЕУ, 2024. С. 103-105
92. Журавльова Т. О. Формування фінансових ресурсів підприємства в умовах кризи. *Економіка та держава*. 2020. № 3. С. 42–45.
93. Гриценко Л. Л., Деркач Л. С. Дослідження формування та використання фінансових ресурсів корпоративного підприємства. *Вісник СумДУ. Серія «Економіка»*. 2021. № 2. С. 79–87.
94. Oriekhova K., Golovko O., Khristoforova O., Babenko M. Improvement financial management of enterprise taking into account technologies for attracting additional financial resources. *The Journal of V. N. Karazin Kharkiv National University. Series: International Relations. Economics. Country Studies. Tourism*. 2023. № 17. P. 94–108.
95. Кліманський А. Теоретична сутність управління фінансовими ресурсами підприємств. *Економіка та суспільство*. 2023. № 57. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-57-31> (дата звернення: 17.05.2023).
96. Коваленко Д. І., Гриненко Т. О. Особливості формування фінансових ресурсів малих підприємств. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. 2017. № 15 (2). С. 24–29.
97. Гудзь О. Є, Стецюк П. А. Концептуальні засади формування системи управління фінансовими ресурсами підприємств. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики*. 2020. № 32. С. 330–340.
98. Моїсєєв В. В. Вплив фінансової політики на вартість підприємства. *Сучасні інструменти корпоративними фінансами* : збірник матеріалів VII Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Київ, 15 листопада 2023 р.). Київ: КНЕУ, 2023. С. 206–208
99. Могилова М. М., Корейба В. Д. Основні фактори впливу на вартість бізнесу в контексті актуалізації питання його оцінки. *Міжнародний науковий журнал "Інтернаука". Серія: "Економічні науки"*. 2023. № 5 (14). DOI: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2023-5-8884> (дата звернення: 22.05.2023).

100. Ільчук В. П., Чут М. А., Штирхун Х. І. Механізм вартісно-орієнтованого управління фінансами промислових підприємств. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2021. № 2 (22). С. 101–116.
101. Національний Банк України. Статистика зовнішнього сектору. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external#1> (дата звернення: 01.09.2024).
102. Чижов В.А. Проблеми та перспективи управління ІТ-компаніями в умовах соціально-економічної кризи України. *Економічна та держава*. 2016. № 9. С. 68–71.
103. Мінфін. Експорт та імпорт України – зовнішньоторговельний баланс України з 2005 по 2023. 2023. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/eximp/> (дата звернення: 01.09.2024)
104. Вікулова А. О., Савчук, В. В. Перспективи розвитку ринку ІТ-послуг в Україні. *Економіка та управління національним господарством*. 2020. № 51. С. 27–32.
105. Асоціація "IT Ukraine". Експорт українського ІТ за 2019 рік зріс на 30%. 2020. URL: <https://itukraine.org.ua/eksport-ukrayinskogo-it-za-2019-rik-zris-na-30/> (дата звернення: 03.04.2023).
106. Асоціація "IT Ukraine". Результати національного дослідження ІТ-індустрії. 2022. URL: <https://itukraine.org.ua/rezultati-natsionalnogo-doslidzhennya-it-industriyi/> (дата звернення: 03.04.2023).
107. Національний банк України. Річний звіт 2022. 2023. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2022.pdf?v=9 (дата звернення: 05.04.2024).
108. Speka Media. Українське ІТ в цифрах: скільки заробили, скільки принесли в бюджет, завдяки чому зростали ІТ-компанії. 2023. URL: <https://speka.media/ukrayinske-it-u-cifrax-skilki-zarobili-skilki-prinesli-u-byudzet-zavdyaki-comu-zrostali-it-kompaniyi-93jy2v> (дата звернення: 05.04.2023).

109. Офіс ефективного регулювання BRDO. Огляд ТОП-30 українських ІТ-компаній. 2024. URL: <https://brdo.com.ua/wp-content/uploads/2023/06/Zvit-IT-6.pdf> (дата звернення: 11.04.2024).
110. Колодійчук А. В., Важинський Ф. А. Огляд конкурентного середовища українського інформаційно-комунікаційно-технологічного ринку. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2023. № 9. С. 49–69.
111. Speka Media. 100 найприбутковіших ІТ-України. 2023. URL: <https://speka.media/100-naipributkovisix-it-kompanii-ukrayini-98grkp> (дата звернення: 28.04.2023).
112. Forbes Ukraine. Intellias виріс, Infopulse, GlobalLogic та Ciklum просіли. З яким виторгом найбільші ІТ-компанії закінчили кризовий 2023 рік. 2024. URL: <https://forbes.ua/news/intellias-viris-infopulse-globallogic-ta-ciklum-prosili-z-yakim-vitorgom-naybilshi-it-kompanii-zakinchili-krizoviy-2023-rik-08032024-19734> (дата звернення: 28.04.2024).
113. Capital Times. Чи можуть дерева рости до небес? Як грамотно оцінити вартість ІТ-бізнесу. 2024. URL: <https://www.capital-times.com/2024/03/15/yak-gramotno-ociniti-vartist-it-biznesu/> (дата звернення: 28.04.2024).
114. Digital Tiger. The power of Ukrainian IT, research for 2023. 2024. URL: https://itukraine.org.ua/files/ITU_GT.pdf (дата звернення: 15.05.2024).
115. Forbes Ukraine. Виторг EPAM Systems, GlobalLogic, Intellias просів. Як закінчили перше півріччя українські підрозділи великих ІТ-компаній. 2024. URL: <https://forbes.ua/news/vitorg-epam-systems-globallogic-intellias-prosiv-yak-zakinchili-pershe-pivrichchya-ukrainski-pidrozdili-velikikh-it-kompaniy-19082024-23094> (дата звернення: 01.09.2024).
116. Товариство с обмеженою відповідальністю «ЕПАМ Системз». Фінансова звітність Eram Systems, 2021-2023. 2024. URL: <https://careers.epam.ua/epam-systems-financial-statement> (дата звернення: 01.06.2024).

117. Товариство с обмеженою відповідальністю «ГлобалЛоджик Україна». Фінансова звітність Globallogic Ukraine, 2021-2023. 2024. URL: <https://www.globallogic.com/ua/financial-statements/> (дата звернення: 01.06.2024).
118. Товариство с обмеженою відповідальністю «Люксофт Солюшнс». Фінансова звітність Luxoft Solutions, 2021-2023. 2024. URL: <http://luxoft-solutions.uafin.net/documents/finance> (дата звернення: 01.06.2024).
119. Товариство с обмеженою відповідальністю «Сіклум». Фінансова звітність станом на та за рік, що закінчився 31 грудня 2023. 2024. URL: https://ciklum.com.ua/Ciklum_Ukraine_FS_2023.pdf (дата звернення: 01.06.2024).
120. Товариство з обмеженою відповідальністю "Інститут Інформаційних Технологій" «Інтеліас». 2024. 2024. URL: https://clarity-project.info/edr/31896043/finances?current_year=2023 (дата звернення: 01.06.2024).
121. Товариство з обмеженою відповідальністю «Інфопульс Україна». 2024. URL: https://clarity-project.info/edr/30522902/finances?current_year=2023 (дата звернення: 01.06.2024).
122. Товариство з обмеженою відповідальністю «Логіка Лтд». 2024. URL: https://clarity-project.info/edr/37413934/finances?current_year=2021#google_vignette
123. Товариство з обмеженою відповідальністю «Сігма Софтвеа». 2024. URL: https://clarity-project.info/edr/31935930/finances?current_year=2023 (дата звернення: 01.06.2024).
124. Товариство з обмеженою відповідальністю «Софтсерв Індустрія». URL: https://clarity-project.info/edr/38980288/finances?current_year=2022 (дата звернення: 01.06.2024).
125. Товариство з обмеженою відповідальністю «Естаунд Коммерс». Фінансова звітність, підготовлена згідно з НП(С)БО за рік, який закінчився 31 грудня 2023 року разом з висновком незалежних аудиторів. 2024. URL: https://astounddigital.com/wp-content/uploads/2024/06/Astound-Commerce_Audit-report_FS_2023-compressed.pdf (дата звернення: 01.06.2024).

126. Чепка В. Е., Свідерська І. М., Гавриленко Ю.О. Фінансовий стан підприємства: теоретичні основи. *Економічна наука. Інвестиції: практика та досвід*. 2020. № 19. С. 96-102.
127. Моїсєєв В. В. Сучасні стратегії оптимізації фінансових ресурсів компанії. *Економічні горизонти*. 2024. № 2-3 (28). С. 249–258.
128. Corporate finance institute. Valuation overview. 2024. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/valuation/> (дата звернення: 15.06.2024).
129. Tyteoh International. When is a business valuation needed. 2024. URL: <https://www.tyteoh.com/when-business-valuation-needed> (дата звернення: 15.06.2024).
130. Merit Investment Bank. The Importance of an Annual Valuation to Your Business Goals. 2023. URL: <https://meritinvestmentbank.com/the-importance-of-an-annual-valuation-to-your-business-goals/> (дата звернення: 15.06.2024)
131. Objective Investment Banking & Valuation. Top 10 Reasons You Might Need a Business Valuation. 2019. URL: <https://www.objectiveibv.com/resources/valuation/top-10-reasons-you-might-need-a-business-valuation/> (дата звернення: 15.06.2024).
132. Aktiv Financial Academy. Дисконтування як спосіб визначення справедливої вартості для цілей МСФЗ. 2024. URL: <https://finacademy.net/ua/materials/article/diskontirovanie-sposob-opredeleniya-stoimosti> (дата звернення: 15.06.2024).
133. Кучеркова С. Як правильно оцінити прибутковість підприємства. *Соціально-компетентне управління корпораціями в умовах поведінкової економіки* : збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції присвяченої 10 річчю створення кафедри економіки, безпеки та інноваційної діяльності підприємства Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки (м. Луцьк, 18 лютого 2020). Луцьк: СНУІСУ, 2020. С. 370–372.
134. Українська Рада Бізнесу. Законопроект про мобілізацію потребує комплексного доопрацювання та усунення норм, які негативно впливають на бізнес.

2023. URL: <https://urb.org.ua/zakonopro%D1%94kt-pro-mobilizacziyu-potrebu%D1%94-kompleksnogo-doopraczyuvannya-ta-usunennya-norm-yaki-negativno-vplivayut-na-biznes/> (дата звернення: 17.06.2024).
135. U.S. Department of treasury. Daily Treasury Par Yield Curve Rates. 2024. URL: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2024 (дата звернення: 18.06.2024).
136. Damodaran A. Damodaran online database. Country Default Spreads and Risk Premiums. 2024. URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (дата звернення: 18.06.2024).
137. Damodaran, A. Damodaran online database. Betas by Sector. 2024. URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (дата звернення: 18.06.2024).
138. Federal Reserve Bank Philadelphia. Short-Term and Long-Term Inflation Forecasts: Survey of Professional Forecasters. 2024. URL: <https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/real-time-data-research/inflation-forecasts> (дата звернення: 18.06.2024).
139. Національний Банк України. Інфляція залишатиметься помірною, а економіка надалі відновлюватиметься у 2024–2026 роках – Інфляційний звіт НБУ. 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiya-zalishatimetsya-pomirnoyu-a-ekonomika-nadali-vidnovlyuvativimetsya-u-20242026-rokah--inflyatsiyniy-zvit-nbu> (дата звернення: 19.06.2024).
140. Національний Банк України. Статистика фінансового сектору. 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 19.06.2024).
141. Interfax-Україна, Інформаційне агенство. "Укртелеком" збільшить обсяг інвестицій щонайменше на 70% у 2024 р. 2024. URL: <https://interfax.com.ua/news/interview/974427.html#:~:text=%20%D0%A3%202022%2>

[0%D1%80%D0%BE%D1%86%D1%96%20WACC%20%D1%83,%D1%83%20lifecell%20%E2%80%93%D0%BF%D0%BE%D0%BD%D0%B0%D0%B4%2030%25](https://www.lifecell.com/ua/press-releases/2024/06/20/wacc-83-83-2024-06-20-25)

(дата звернення: 20.06.2024).

142. Чала Т.Г., Гринчак Н.А. Статистичне вивчення технологічних трендів у логістиці: патентний аналіз. *Проблеми економіки*. 2019. № 4 (42). С. 231–238.

143. Statista. 2024. URL: <https://www.statista.com/outlook/tmo/it-services/ukraine> (дата звернення: 22.06.2024).

144. Medium. 5 Methodologies to Forecast Revenues for the DCF Method; Estimate Future Revenues from Historical Data Six Ways from Sunday. 2023. URL: <https://medium.com/@polanitzer/5-methodologies-to-forecast-revenues-for-the-dcf-method-estimate-future-revenues-from-historical-aec24446a972> (дата звернення: 22.06.2024).

145. Горбачов Д. Показник EBITDA: як і коли використовувати. *БалансАгро*. 2019. № 4. С. 4-12.

146. Муріна А. Оцінка вартості бізнесу з нерівномірними капітальними витратами. *Світ фінансів*. 2022. № 2 (71). С. 57–69.

147. Capital Times. In 2024, 60-70 M&A Deals in IT and Telecom are Expected: What are the Multipliers and What Could Go Wrong? Capital Times. 2024. URL: <https://www.capital-times.com/en/2024/06/10/in-2024-60-70-m-and-a-deals-in-it-and-telecom-are-expected/> (дата звернення: 15.08.2024).

148. Mind. IT-компанії на продаж: чому цьогоріч в Україні може бути закрито рекордну кількість угод. 2021. URL: <https://mind.ua/publications/20231105-it-kompaniyi-na-prodazh-chomu-cogorich-v-ukrayini-mozhe-buti-zakrito-rekordnu-kilkist-ugod>

149. Pinto J. E., Robinson T. R., Stowe, J. D. Equity Valuation: A Survey of Professional Practice. *Review of Financial Economics*. 2019. № 2. P. 219–233.

150. Aventis Advisors. IT Services valuation multiples: 2015-2024. 2024. URL: <https://aventis-advisors.com/it-services-valuation-multiples/> (дата звернення: 01.09.2024).
151. Aventis Advisors. IT Services valuation multiples: 2015-2024, Q2 2024 update. 2024. URL: <https://aventis-advisors.com/wp-content/uploads/2024/08/IT-Services-Valuation-Multiples-2015-2024-Q2-update.pdf> (дата звернення: 01.09.2024).
152. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Визначення вартості компанії як індикатор ефективності корпоративного управління: основні підходи та методи. *Вісник Львівського торговельно-економічного університету. Економічні науки*. 2024. № 79. С. 72–78.
153. Ignatyuk A., Dikiy A., Shevtsiv L., Petlenko Y., Klymash N., Zaitsev O. Determination of the Company's Value under the Influence of Various Factors. *Journal of Optimization in Industrial Engineering*. 2021. Vol. 14, № 1. P. 127–133.
154. Dashchenko H., Klymash N., Dukhnovska L., Vialets O., Blokhina G. Controlling as an enterprise management tool in the digital economy. *Naukovyj Visnyk Natsionalnoho Hirnychoho Universytetu*. 2023. № 5. P. 134–140.
155. О. В. Бугров, О. О. Бугрова, І. О. Лук'янчук. Аналіз чутливості і аналіз сценаріїв в управлінні ризиками інвестиційних проєктів. *Економічна наука. Інвестиції: практика та досвід*. 2023. Вип. 3. С. 80–86.
156. Кривов'язюк І. В., Бурбан, О. В. Аналіз чутливості ринкової капіталізації підприємства на зміну його вартості методами DCF-моделювання та компаній-аналогів. *Економічний простір*. 2022. № 179. С. 55–61.
157. Бабій О. М., Єгупов Ю. А., Жамбей Т. В. Інформаційне забезпечення вартості українських підприємств в сучасних умовах. *Бізнес-навігатор*. 2022. Вип. 2 (69). С. 49–53.
158. Krupka M. I, Rushchyshyn M. O. Financial resources of enterprises and the ways of optimizing them in modern conditions. *Wschodnioeuropejskie Czasopismo Naukowe*. 2020. Vol. 4, № 56. P. 40–46.

159. Юрчишена Л. В., Карпов Д. О. Концептуальні та практичні аспекти оцінки вартості капіталу підприємства. *Економіка і організація управління*. 2023. № 3 (51). С. 105–114.
160. Сініцин О. О. Характеристика методів регулювання та оптимізації структури капіталу корпорації. *Ефективна економіка*. 2014. № 4. С. 88–92
161. Крейдич І. М., Товмасян В. Р. Систематизація критеріїв оцінювання фінансової політики авіаційних підприємств. *Підприємництво та інновації*. 2020. № 14. С. 47–53.
162. Дропа Я. Б. Оптимізація структури фінансових ресурсів підприємства в сучасних умовах. *Бізнесінформ*. 2016. № 12. С. 169–175.
163. Sitinjak C., Johanna A., Avinash B., Bevoor. Financial Management: A System of Relations for Optimizing Enterprise Finances – a Review. *Journal Markcount Finance*. 2023. Vol. 1, № 3. P. 160–170.
164. Gerasimchuk O. Optimization of resource potential of the enterprise on the basis of analysis of the structure of financial resources. *Economics & Education*. 2021. Вип. 6, № 2. P. 7–11.
165. Krasnostanova N, Vasyutynska L, Baranova V, Lapina I, Voloshchuk L. The use of methods and tools of financial management in the organisation management system. *Sci Herald Uzhhorod Univ Ser Phys*. 2024. Vol. 56. P. 631-639.
166. Ковалевська А. В., Петрова Р. В., Строков О. Ю. Критичний аналіз методів вирішення задачі оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства. *Бізнесінформ*. 2018. № 11. С. 296–302.
167. Національний Банк України. Національний банк України підвищив облікову ставку до 25%. 2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25> (дата звернення: 10.10.2024).
168. Moody's. Ukraine, Rating List. 2024. URL: <https://www.moodys.com/researchandratings/region/europe/ukraine/04208C> (дата звернення: 10.10.2024).

169. Trading Economics. Ukraine – Credit Rating. 2024. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/rating> (дата звернення: 10.10.2024).
170. FitchRatings. Ukraine ratings. 2024. URL: <https://www.fitchratings.com/entity/ukraine-80442268> (дата звернення: 10.10.2024).
171. Національний Банк України. Інфляція і далі сповільнюватиметься, а економіка відновлюватиметься – Інфляційний звіт НБУ. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiya-i-dali-spovilnyuvatimetsya-a-ekonomika-vidnovlyuvatimetsya--inflyatsiyniy-zvit-nbu> (дата звернення: 12.10.2024).
172. Кабінет Міністрів України, урядовий портал. ВВП зріс на 4,5% за дев'ять місяців 2024 року: економічне зростання підтримують аграрний сектор, транспорт та будівництво. 2024. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/vvp-zris-na-45-za-devyat-misiatsiv-2024-roku-ekonomichne-zrostannia-pidtrymuiut-ahraryi-sektor-transport-ta-budivnytstvo> (дата звернення: 12.10.2024).
173. Копытко М., Sylkin O., Ruda I. A methodological approach to optimizing financial resources to increase the level of economic security in a dynamic external environment. *Financial Internet Quarterly*. 2024. Vol. 20, № 1. P. 29–38.
174. Tadjibekova B. T. Financial resources of enterprises and the ways of optimizing them in modern conditions. *Science and Education*. 2023. Vol. 4, № 12. P. 658–662.
175. Моїсєєв В. В. Сучасні стратегії оптимізації фінансових ресурсів компанії. *Економічні горизонти*. 2024. № 2-3 (28). С. 249–258.
176. Ханенко А., Ханенко М. Тенденції розвитку та інвестиційна привабливість ІТ-сектору України. *Економічні науки*. 2023. № 4. С. 409–418.
177. Brand Ukraine. ІТ-імідж Україні у світі. 2023. URL: https://brandukraine.org.ua/documents/101/Ukraines_IT_perceptions_report_web_29_09_2023.pdf (дата звернення: 15.10.2024).
178. Захаркін О. О., Захаркіна Л. С., Соломко Ю. О., Ємельянов Д. Ю. Застосування концепції “values-based investing” у світовій практиці інвестування. *Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка*. 2020. № 3. С. 220–226.

179. Lviv IT Cluster. The Ukrainian IT Companies' Expert Revenue Increased by 5% Despite the Full-Scale War. 2023. URL: <https://itcluster.lviv.ua/en/the-ukrainian-it-companies-expert-revenue-increased-by-5-despite-the-full-scale-war/> (дата звернення: 16.10.2024).
180. Моїсєєв В. В. Роль інвестиційної привабливості та міжнародного співробітництва в максимізації вартості ІТ-компаній. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 18 жовтня 2024 р.). Одеса: ОНЕУ, 2024. С. 152–153.
181. Iorgachova M., Kovalova O. Directions for increasing the efficiency of the company's cash flow management. *Scientific Bulletin of Mukachevo State University. Series "Economics"*. 2023. Вип. 10, № 4. С. 20-31.
182. Forbes Ukraine. Інформація про Intellias. 2024. URL: <https://forbes.ua/profile/intellias-393> (дата звернення: 31.10.2024).
183. Лапіна І. С., Пінті А. В. Перспективи мінімізації рівня фінансових ризиків за рахунок імплементації фінансового контролінгу на підприємстві. *Інтелект XXI*. 2022. № 3. С. 44-47.
184. Хаустова В., Іванов М. Математичне моделювання процесів управління ризиками у компаніях ІТ-сфери. *Проблеми сучасних трансформацій. Серія: економіка та управління*. 2023. № 9. DOI: <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2023-9-04-16> (дата звернення: 02.11.2024).
185. Литвинов А., Остапенко Р., Горох О. Оптимізація оборотного капіталу в умовах невизначеності. *Економіка та суспільство*. 2024. № 63. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-63-58> (дата звернення: 02.11.2024).
186. Кічук О. С., Тарасова Ю. А. Управління оборотним капіталом промислових підприємства. *Економіка та суспільство*. 2022. № 37. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-37-60> (дата звернення: 02.11.2024).

187. Л. І. Бровко, А. А. Юрченко, Т. В. Королькова. Оптимізація оборотних активів та їх вплив на діяльність підприємства. *Інвестиції: практика та досвід. Економічна наука*. 2021. № 2. С. 16-22.
188. Захаркін О. О., Бойко А. В., Сокол Л. В. Цифрові технології та інструменти забезпечення фінансової безпеки бізнесу. *Проблеми сучасних трансформація. Серія: економіка та управління*. 2023. № 10. DOI: <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2023-10-08-02> (дата звернення: 12.10.2024).
189. Jevera Software. Ukrainian Phenomena. How Ukrainian IT Companies Progress Despite the russian Invasion? 2023. URL: <https://www.jevera.software/post/ukrainian-phenomena-how-ukrainian-it-companies-progress-despite-the-russian-invasion> (дата звернення: 14.10.2024).
190. Пилипенко С. М. Вартісно-орієнтоване управління в умовах активізації інноваційної діяльності підприємства. *Економіка та управління підприємством*. 2018. № 22. С. 484–488.
191. Мулик Т. О., Олійник О. О. Економічний зміст і види FinTech інновацій. *Бізнесінформ*. 2021. № 12. С. 72–78.
192. Мазур В. В. Фінансові технології як інструмент управління структурою капіталу в сучасних умовах. *Економіка та суспільство*. 2023. № 47. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-47-48> (дата звернення: 14.10.2024).
193. Бурцев Я. І. Розвиток фінансових технологій та сучасні тренди в банківській сфері. *Економіка, управління та адміністрування*. 2024. № 2 (108). С. 152–159.
194. Ставерська Т.О., Глущенко І.А., Лисак Г.Г. Фінансові технології (Fintech) та їх вплив на цифрову економіку. *Наука і техніка*. 2023. № 12 (26). С. 315–326.
195. Мельник Л. Ю. Фінансові технології в ері цифрової трансформації: стратегічні виміри та виклики. *Здобутки економіки: перспективи та інновації*. 2024. № 2. DOI: <https://doi.org/10.57125/econp.2024.01.29.01> (дата звернення: 15.10.2024).
196. Смагло О. В. Сучасний стан розвитку ринку фінансових технологій. *Цифрова економіка та економічна безпека*. 2023. № 6 (06). С. 17–21.

197. Карпенко Н.В., Іваннікова М.М., Білоусько Т.М., Яловега Н.І., Захаренко-Селезньова А.М. Інноваційні маркетингові технології для підприємства малого бізнесу. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі*. 2023. № 3 (109). С. 46–53.
198. Досенко А.К. Хмарні технології: прикладні технології сучасних платформ. *Вчені записки ТНУ імені В.І. Вернадського. Серія: Філологія. Журналістика*. 2022. Т. 33 (72), № 1 (3). С. 257–262.
199. Смірнова Т. В., Поліщук Л. І., Смірнов О. А., Буравченко К. О., Макевнін А. О. Дослідження хмарних технологій як сервісів. *Електронне фахове наукове видання «Кібербезпека: освіта, наука, техніка»*. 2020. № 3 (7). С. 43–62.
200. Дія Бізнес. Хмарні сервіси та їхня безпека для бізнесу. 2024. URL: https://business.diia.gov.ua/entrepreneurhandbook/item/hmarni_servisi_ta_yihnya_bezp_eka_dlya_biznesu (дата звернення: 20.09.2024).
201. Eram Systems. Огляд та головні тези вебінару «Штучний інтелект та машинне навчання: від теорії до практики». 2024. URL: <https://careers.epam.ua/blog/ai-and-machine-learning-from-theory-to-practice> (дата звернення: 20.09.2024).
202. Орехов Д. Застосування штучного інтелекту в управлінні сучасним підприємством. *Економіка та суспільство*. 2024. № 64. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-64-143> (дата звернення: 20.09.2024).
203. Москвіченко І. М., Чебанова Т. Є. Штучний інтелект та його роль в розвитку email-маркетингу. *Розвиток методів управління та господарювання на транспорті*. 2023. № 3 (84). С. 89–99.
204. McKinsey & Company. The state of AI in 2023: Generative AI's breakout year. 2024. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/quantumblack/our-insights/the-state-of-ai-in-2023-generative-ais-breakout-year#/> (дата звернення: 22.09.2024).
205. Шарапов М. Визначення поняття «Кібербезпека» в державах та інституціях держав-членів НАТО та Україні: порівняльний аналіз. *Information Technology: Computer Science, Software Engineering and Cyber Security*. 2024. № 2. С. 160–166.

206. Кузьменко О., Маклюк О., Чернишова О. Кібербезпека бізнесу під час війни. *Економіка та суспільство*. 2022. № 44. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-21> (дата звернення: 15.10.2024).
207. Супруненко С. А., Чорновол А. О., Гаврилюк В. М. Використання аналітики даних для управління фінансовими процесами в цифровому середовищі України. *Економіка та суспільство*. 2024. № 62. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-62-51> (дата звернення: 15.10.2024).
208. Галан О., Скоромний В., Пустовіт Н. Застосування технологій Big Data у діяльності сучасних підприємств. *Norwegian Journal of Development of the International Science*. 2022. № 95. С. 64-68.
209. Пилипенко Л. М., Редько М. О. Аналіз переваг та недоліків упровадження ERP-системи на підприємствах. *Приазовський економічний вісник*. 2019. № 6 (17). С. 172–178.
210. Маркуц В. І. Кизенко О.О. ERP-система як інструмент забезпечення раціонального використання ресурсів компанії. *Вчені записки*. 2023. № 32. С. 68–78.
211. Кавецький В. В., Ратушняк О. Г. Сучасні системи управління плануванням та організацією виробництва. *Ефективна економіка*. 2021. № 12. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=9745> (дата звернення: 25.09.2024).
212. Pay Space Magazine. Чи змінить аналітика в режимі реального часу майбутнє фінансових даних. 2022. URL: <https://psm7.com/uk/analytics/izmenit-li-analitika-v-rezhime-realnogo-vremeni-budushhee-finansovykh-dannykh.html> (дата звернення: 24.09.2024).
213. Коростіль М. І., Лагун І. І. Аналіз ефективності використання технології гра для автоматизації процесів в системах інтернету речей. *Науковий вісник НТЛУ України*. 2023. № 33 (4). С. 95–101.
214. Моїсєєв В. В. Використання інноваційних технологій для максимізації вартості компанії. *Економіка та суспільство*. 2024. № 68. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-68-47>

215. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Інноваційні інструменти управління вартістю компанії в умовах цифровізації економіки. *Education and science of today: Intersectoral issues and development of sciences* : collection of Scientific Papers «ΛΟΓΟΣ» VII International scientific and practical conference. (Cambridge, October 18, 2024). Cambridge: UKRLOGOS Group, 2024. С. 60–62.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1. Результати аналізу рентабельності ІТ-компаній України, 2021-2023

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам Системз»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,16	0,39	0,12	0,22	-0,27
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,21	0,46	0,13	0,25	-0,33
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,08	0,17	0,10	0,09	-0,07
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,13	0,17	0,16	0,05	-0,01
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,20	0,39	0,21	0,19	-0,17
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,24	0,44	0,25	0,21	-0,19
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,06	0,10	0,08	0,04	-0,02
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,09	0,09	0,09	0,00	0,00
ТОВ «Інфопульс Україна»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,29	0,44	0,32	0,16	-0,12
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,36	0,55	0,40	0,19	-0,15
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,13	0,16	0,12	0,03	-0,04
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,22	0,14	0,15	-0,08	0,01
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,78	0,87	0,48	0,08	-0,39
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,99	0,98	0,51	-0,02	-0,47
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,04	0,05	0,05	0,01	0,00
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,05	0,05	0,05	-0,01	0,01
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,17	0,21	0,15	0,04	-0,05
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,28	0,43	0,35	0,15	-0,08
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,05	0,05	0,06	0,00	0,01
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,07	0,04	0,06	-0,03	0,02
ТОВ «Сігма Софтвеа»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,22	0,20	0,26	-0,01	0,06
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,90	0,70	0,54	-0,19	-0,16
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,08	0,08	0,13	0,00	0,05
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,07	0,02	0,06	-0,05	0,04
ТОВ «Логіка ЛТД»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,26	0,23	0,19	-0,03	-0,04
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,35	0,34	0,26	-0,01	-0,07
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,08	0,07	0,08	-0,01	0,02
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,11	0,02	0,08	-0,09	0,07
ТОВ «Естаунд Коммерс»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,19	0,32	0,27	0,13	-0,05
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,23	0,39	0,31	0,17	-0,08
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,06	0,09	0,11	0,03	0,02
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,10	0,07	0,13	-0,03	0,06
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,21	0,27	0,29	0,06	0,02
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,30	0,37	0,37	0,07	0,00
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,06	0,08	0,07	0,02	-0,01
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,09	0,07	0,10	-0,02	0,04
ТОВ «Сіклум»	Коефіцієнт рентабельності активів	0,27	0,26	0,19	-0,01	-0,08
	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,87	0,78	0,42	-0,09	-0,36
	Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,02	0,02	0,02	0,00	0,00
	Коефіцієнт рентабельності продукції	0,02	0,03	0,04	0,00	0,01

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Додаток Б

Табл. Б.1. Результати аналізу ліквідності ІТ-компаній України, 2021-2023

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам Системз»	Коефіцієнт покриття	3,55	7,28	13,50	3,73	6,22
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	3,51	7,25	13,46	3,75	6,21
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,55	1,31	1,47	0,76	0,16
	Чистий оборотний капітал	3 462 751	7 334 743	8 824 069	3 871 992	1 489 326
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт покриття	7,18	7,72	5,22	0,54	-2,50
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	7,17	7,72	5,22	0,55	-2,50
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,43	0,19	0,53	-0,24	0,35
	Чистий оборотний капітал	1 423 320	2 693 234	3 597 914	1 269 914	904 680
ТОВ «Інфопульс Україна»	Коефіцієнт покриття	4,67	0,56	4,59	-4,11	4,03
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	4,65	0,54	4,58	-4,11	4,04
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	2,60	2,14	2,22	-0,46	0,08
	Чистий оборотний капітал	895 099	-83 917	954 383	-979 016	1 038 300
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт покриття	4,76	14,28	31,09	9,53	16,81
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	4,74	14,27	31,08	9,53	16,81
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,20	0,53	0,60	0,32	0,07
	Чистий оборотний капітал	154 195	446 311	746 907	292 116	300 596
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	Коефіцієнт покриття	1,90	1,52	1,69	-0,38	0,17
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	1,89	1,52	1,69	-0,37	0,17
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,15	0,26	0,14	0,11	-0,11
	Чистий оборотний капітал	217 463	425 010	721 246	207 547	296 236
ТОВ «Сігма Софтвеа»	Коефіцієнт покриття	0,52	0,82	0,96	0,29	0,14
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	0,52	0,82	0,96	0,29	0,14
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,25	0,13	0,28	-0,12	0,15
	Чистий оборотний капітал	-198 333	-118 006	-9 690	80 327	108 316
ТОВ «Логіка ЛТД»	Коефіцієнт покриття	3,45	2,60	4,85	-0,85	2,25
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	3,39	2,51	4,71	-0,87	2,20
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	1,86	1,17	1,48	-0,70	0,31
	Чистий оборотний капітал	392 830	602 776	797 837	209 946	195 061
ТОВ «Естаунд Коммерс»	Коефіцієнт покриття	5,41	6,05	11,15	0,64	5,10
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	5,39	6,01	11,08	0,62	5,07
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,20	0,14	0,16	-0,05	0,01
	Чистий оборотний капітал	231 188	398 073	546 152	166 885	148 079
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	Коефіцієнт покриття	3,33	4,19	4,93	0,86	0,74
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	3,33	4,19	4,93	0,86	0,74
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,37	0,85	0,51	0,48	-0,34
	Чистий оборотний капітал	217 908	317 795	464 441	99 887	146 646
ТОВ «Сіклум»	Коефіцієнт покриття	0,35	1,15	1,96	0,80	0,81
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	0,35	1,15	1,96	0,80	0,80
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,19	0,05	0,26	-0,13	0,21
	Чистий оборотний капітал	-106 229	49 608	207 352	155 837	157 744

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Додаток В

Табл. В.1. Результати аналізу платоспроможності ІТ-компаній України, 2021-2023

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам Системз»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,78	0,87	0,93	0,09	0,06
	Коефіцієнт фінансування	0,28	0,15	0,08	-0,13	-0,08
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,72	0,86	0,93	0,14	0,06
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,61	0,80	0,84	0,19	0,04
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,86	0,89	0,83	0,03	-0,06
	Коефіцієнт фінансування	0,17	0,13	0,26	-0,04	0,13
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,86	0,87	0,81	0,01	-0,06
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,71	0,86	0,89	0,15	0,03
ТОВ «Інфопульс Україна»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,80	0,83	0,79	0,04	-0,05
	Коефіцієнт фінансування	0,26	0,20	0,27	-0,05	0,07
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,79	-0,78	0,78	-1,57	1,56
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,94	-0,09	0,97	-1,03	1,05
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,79	0,93	0,97	0,14	0,04
	Коефіцієнт фінансування	0,27	0,08	0,03	-0,19	-0,04
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,79	0,93	0,97	0,14	0,04
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії))	0,62	0,43	0,45	-0,19	0,03
	Коефіцієнт фінансування	0,62	1,34	1,21	0,73	-0,14
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,47	0,34	0,41	-0,13	0,07
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,56	0,70	0,84	0,14	0,14
ТОВ «Сігма Софтвеа»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,24	0,32	0,68	0,08	0,36
	Коефіцієнт фінансування	3,17	2,14	0,46	-1,03	-1,67
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	-0,91	-0,22	-0,04	0,69	0,18
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	-1,51	-0,39	-0,02	1,12	0,37
ТОВ «Логіка ЛТД»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,75	0,64	0,81	-0,11	0,17
	Коефіцієнт фінансування	0,33	0,55	0,23	0,22	-0,32
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,71	0,62	0,79	-0,09	0,18
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,81	0,89	0,90	0,08	0,01
ТОВ «Естаунд Коммерс»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,84	0,80	0,90	-0,04	0,09
	Коефіцієнт фінансування	0,19	0,25	0,12	0,05	-0,13
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,82	0,83	0,91	0,02	0,08
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,85	0,98	0,99	0,13	0,00
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії))	0,70	0,76	0,80	0,06	0,04
	Коефіцієнт фінансування	0,43	0,31	0,25	-0,12	-0,06
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	0,70	0,76	0,80	0,06	0,04
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
ТОВ «Сіклум»	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,31	0,35	0,55	0,03	0,20
	Коефіцієнт фінансування	2,18	1,88	0,82	-0,30	-1,06
	Коефіцієнт забезпеченості ВОЗ	-1,84	0,13	0,49	1,97	0,36
	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	-1,41	0,29	0,79	1,70	0,50

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116-125]

Додаток Г

Табл. Г.1. Результати аналізу ділової активності ІТ-компаній України, 2021-2023

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Епам Системз»	Коефіцієнт оборотності активів	2,01	2,26	1,16	0,25	-1,11
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	3,66	3,69	1,64	0,03	-2,05
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	98,39	97,58	219,7	-0,81	122,13
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	10,71	15,40	13,23	4,69	-2,17
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	33,62	23,38	27,21	-10,24	3,83
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	3,97	5,59	3,92	1,62	-1,67
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	2,58	2,72	1,29	0,14	-1,44
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Коефіцієнт оборотності активів	3,31	3,93	2,71	0,62	-1,22
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	5,00	5,06	3,27	0,06	-1,79
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	72,00	71,12	110,06	-0,88	38,94
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	103,0	122,7	39,00	19,57	-83,66
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	3,49	2,93	9,23	-0,56	6,30
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	3,88	5,72	5,51	1,84	-0,21
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	3,87	4,49	3,19	0,63	-1,31
ТОВ «Інфопульс Україна»	Коефіцієнт оборотності активів	2,22	2,85	2,68	0,63	-0,17
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	5,46	5,76	5,04	0,30	-0,72
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	65,96	62,48	71,43	-3,48	8,95
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	7,41	10,79	9,35	3,38	-1,44
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	48,59	33,37	38,52	-15,22	5,15
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	7,40	10,04	9,77	2,64	-0,27
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	2,79	3,50	3,31	0,71	-0,19
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Коефіцієнт оборотності активів	18,69	17,60	9,39	-1,09	-8,21
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	19,62	18,34	9,65	-1,28	-8,70
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	18,35	19,63	37,32	1,28	17,69
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	85,39	124,6	121,56	39,17	-3,00
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	4,22	2,89	2,96	-1,33	0,07
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	23,66	19,83	9,87	-3,83	-9,96
ТЗОВ «ІТ» «Інтелліас»	Коефіцієнт оборотності активів	3,61	3,97	2,61	0,36	-1,36
	Коефіцієнт оборотності дебітор. заборгованості	5,44	5,64	3,32	0,21	-2,33
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	66,19	63,77	108,46	-2,41	44,69
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	8,45	7,28	5,31	-1,17	-1,97
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	42,61	49,43	67,75	6,82	18,32
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	13,36	22,23	20,44	8,86	-1,79
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	5,84	8,18	5,92	2,34	-2,26

Продовження Додатка Г

Табл. Г.1. Продовження

Назва компанії	Показник	2021	2022	2023	Абсолютне відхилення, 2021-2022	Абсолютне відхилення, 2022-2023
ТОВ «Сігма Софтвеа»	Коефіцієнт оборотності активів	2,77	2,66	2,07	-0,11	-0,59
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	13,70	7,21	5,89	-6,48	-1,32
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	26,29	49,92	61,12	23,63	11,21
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	3,09	3,41	3,42	0,32	0,00
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	116,35	105,47	105,39	-10,89	-0,08
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	6,89	8,96	6,88	2,07	-2,08
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	11,55	9,19	4,28	-2,36	-4,91
ТОВ «Логіка ЛТД»	Коефіцієнт оборотності активів	3,43	3,52	2,37	0,08	-1,15
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	9,17	7,96	4,32	-1,21	-3,64
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	39,25	45,24	83,42	5,99	38,18
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	10,35	10,15	7,33	-0,20	-2,82
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	34,79	35,47	49,09	0,67	13,63
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	11,70	17,39	12,89	5,69	-4,50
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	4,56	5,13	3,25	0,57	-1,89
ТОВ «Естаунд Коммерс»	Коефіцієнт оборотності активів	3,31	3,57	2,47	0,26	-1,10
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	3,96	4,02	2,63	0,06	-1,39
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	90,90	89,54	136,67	-1,35	47,13
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	15,62	19,18	16,94	3,56	-2,24
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	23,05	18,77	21,25	-4,28	2,48
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	8,48	12,77	14,12	4,29	1,35
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	3,95	4,38	2,89	0,42	-1,48
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	Коефіцієнт оборотності активів	3,51	3,54	4,26	0,03	0,72
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	3,95	4,23	4,98	0,28	0,75
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	91,13	85,09	72,28	-6,04	-12,81
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	9,86	11,75	18,76	1,89	7,01
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	36,52	30,65	19,19	-5,88	-11,46
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	5,01	4,81	5,44	-0,20	0,63
ТОВ «Сіклум»	Коефіцієнт оборотності активів	16,99	13,14	7,88	-3,85	-5,26
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	2 185,82	28,50	11,11	-2 157,33	-17,39
	Строк погашення дебіторської заборгованості (днів)	0,16	12,63	32,42	12,47	19,78
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	37,79	24,16	15,31	-13,64	-8,85
	Строк погашення кредиторської заборгованості (днів)	9,53	14,90	23,52	5,38	8,61
	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	8,76	11,19	11,30	2,43	0,11
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	54,00	39,05	17,66	-14,95	-21,39

Джерело: складено автором на основі [116-125]

Табл. Г.1. Результати розрахунку середньозваженої вартості капіталу
(WACC) ІТ-компаній

Компанія	Показник	Значення
ТОВ «Епам Системз»	Власний капітал	10 455 953 тис. грн
	Позиковий капітал	272 954 тис. грн
	Частка власного капіталу	97,46%
	Частка позикового капіталу	2,54%
	Вартість власного капіталу	31,76%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	31,28%
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	Власний капітал	4 036 040 тис. грн
	Позиковий капітал	438 772 тис. грн
	Частка власного капіталу	90,19%
	Частка позикового капіталу	9,81%
	Вартість власного капіталу	32,08%
	Вартість позикового капіталу	16%
	Податкова ставка	18%
	WACC	30,22%
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	Власний капітал	745 516 тис. грн
	Позиковий капітал	780 тис. грн
	Частка власного капіталу	99,71%
	Частка позикового капіталу	0,10%
	Вартість власного капіталу	31,66%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	31,64%
ТзОВ «ІІТ» «Інтелліас»	Власний капітал	860 105 тис. грн
	Позиковий капітал	345 835 тис. грн
	Частка власного капіталу	71,32%
	Частка позикового капіталу	28,68%
	Вартість власного капіталу	33,24%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	27,47%
ТОВ «Інфопульс Україна»	Власний капітал	985 981 тис. грн
	Позиковий капітал	11 673 тис. грн
	Частка власного капіталу	99,6%
	Частка позикового капіталу	0,4%
	Вартість власного капіталу	31,67%
	Вартість позикового капіталу	16%
	Податкова ставка	18%
	WACC	31,6%

Табл. Г.1. Продовження

Компанія	Показник	Значення
ТОВ «Сіклум»	Власний капітал	262 278 тис. грн
	Позиковий капітал	31 160 тис. грн
	Частка власного капіталу	89,32%
	Частка позикового капіталу	10,61%
	Вартість власного капіталу	32,12%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	30,11%
ТОВ «Логіка ЛТД»	Власний капітал	885 966 тис. грн
	Позиковий капітал	1 688 тис. грн
	Частка власного капіталу	99,81%
	Частка позикового капіталу	0,19%
	Вартість власного капіталу	31,66%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	31,62%
ТОВ «Сігма Софтвеа»	Власний капітал	537 171 тис. грн
	Позиковий капітал	436 тис. грн
	Частка власного капіталу	99,92%
	Частка позикового капіталу	0,08%
	Вартість власного капіталу	31,66%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	31,64%
ТЗОВ «СофтСерв Індустрія»	Власний капітал	464 441 тис. грн
	Позиковий капітал	26 100 тис. грн
	Частка власного капіталу	94,68%
	Частка позикового капіталу	5,32%
	Вартість власного капіталу	31,87%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	30,88%
ТОВ «Естаунд Коммерс»	Власний капітал	554 372 тис. грн
	Позиковий капітал	11 660 тис. грн
	Частка власного капіталу	96,47%
	Частка позикового капіталу	2,03%
	Вартість власного капіталу	31,74%
	Вартість позикового капіталу	16,00%
	Податкова ставка	18%
	WACC	31,35%

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [121; 135-140]

Додаток Д

Табл. Д.1. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «Епам Системз» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн.

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «Епам Системз»	EBITDA	2 155 306	2 248 867	2 274 341
	Податок на прибуток	(294 892)	(321 430)	(334 702)
	Зміни в оборотному капіталі	699 572	915 408	989 490
	Капітальні інвестиції	(480 041)	(396 449)	(338 983)
	FCFF	2 079 946	2 446 396	2 590 145
	Термінальна вартість	9 433 277		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	1 584 343	1 419 454	1 144 764
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	4 169 216		
	Вартість компанії	8 317 777		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [116]

Табл. Д.2. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «ГлобалЛоджик Україна»	EBITDA	1 398 789	1 460 042	1 545 536
	Податок на прибуток	(190 109)	(201 688)	(217 911)
	Зміни в оборотному капіталі	603 232	404 277	647 164
	Капітальні інвестиції	(442 177)	(303 252)	(366 672)
	FCFF	1 369 735	1 359 379	1 608 117
	Термінальна вартість	6 084 750		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,77	0,59	0,45
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	1 051 850	801 632	728 232
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	2 755 463		
	Вартість компанії	5 337 177		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [117]

Продовження Додатка Д

Табл. Д.3. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «Люксофт Солюшнс» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «Люксофт Солюшнс»	EBITDA	391 456	410 848	448 065
	Податок на прибуток	(70 461)	(73 952)	(80 651)
	Зміни в оборотному капіталі	310 414	135 234	147 926
	Капітальні інвестиції	(28)	(7)	(6)
	FCFF	631 381	472 124	515 335
	Термінальна вартість	1 853 506		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	479 637	272 457	225 919
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	812 563		
	Вартість компанії	1 790 575		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [118]

Табл. Д.4. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «Сіклум» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «Сіклум»	EBITDA	97 452	117 937	141 871
	Податок на прибуток	(17 292)	(20 998)	(25 331)
	Зміни в оборотному капіталі	100 697	124 360	143 553
	Капітальні інвестиції	14 669	13 483	9 821
	FCFF	195 525	234 782	269 914
	Термінальна вартість	1 025 615		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,77	0,59	0,45
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	150 280	138 696	122 553
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	465 677		
	Вартість компанії	877 207		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [119]

Продовження Додатка Д

Табл. Д.5. Результати розрахунку вартості компанії ТзОВ «ІТ» «Інтелліас» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТзОВ «ІТ» «Інтелліас»	EBITDA	615 877	504 497	396 594
	Податок на прибуток	(101 954)	(80 634)	(61 079)
	Зміни в оборотному капіталі	226 373	135 811	86 452
	Капітальні інвестиції	(97 568)	(57 680)	(58 186)
	FCFF	642 729	501 993	363 781
	Термінальна вартість	1 531 416		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,78	0,62	0,48
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	504 231	308 959	175 649
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	739 431		
	Вартість компанії	1 728 269		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [120]

Табл. Д.6. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «Інфопульс Україна» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «Інфопульс Україна»	EBITDA	607 406	621 296	707 189
	Податок на прибуток	(104 493)	(107 875)	(123 350)
	Зміни в оборотному капіталі	50 440	58 901	11 393
	Капітальні інвестиції	(35 847)	(17 250)	(18 636)
	FCFF	517 505	555 072	576 596
	Термінальна вартість	2 076 832		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	393 253	320 526	253 013
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	911 323		
	Вартість компанії	1 878 114		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [121]

Продовження Додатка Д

Табл. Д.7. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «Логіка ЛТД» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «Логіка ЛТД»	EBITDA	297 537	309 137	344 322
	Податок на прибуток	(48 550)	(50 920)	(57 532)
	Зміни в оборотному капіталі	7 540	52 760	108 904
	Капітальні інвестиції	(31 768)	(26 730)	(31 126)
	FCFF	224 758	284 247	364 568
	Термінальна вартість	1 311 817		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	170 757	164 067	159 869
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	575 255		
	Вартість компанії	1 069 948		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [122]

Табл. Д.8. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «Сігма Софтвеа» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «Сігма Софтвеа»	EBITDA	280 683	321 760	348 520
	Податок на прибуток	(43 490)	(50 079)	(55 179)
	Зміни в оборотному капіталі	95 719	(31 918)	52 375
	Капітальні інвестиції	(37 593)	(40 463)	(42 691)
	FCFF	295 318	199 301	303 025
	Термінальна вартість	1 089 762		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	224 336	115 008	132 833
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	477 706		
	Вартість компанії	949 884		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [123]

Продовження Додатка Д

Табл. Д.9. Результати розрахунку вартості компанії ТзОВ «СофтСерв Індустрія» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТзОВ «СофтСерв Індустрія»	EBITDA	196 281	194 270	230 633
	Податок на прибуток	-35 331	-34 969	-41 514
	Зміни в оборотному капіталі	93 381	44 315	51 506
	Капітальні інвестиції	-	-	-
	FCFF	254 331	203 616	240 625
	Термінальна вартість	889 091		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,45
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	194 330	118 875	107 339
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	396 612		
	Вартість компанії	817 157		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [124]

Табл. Д.10. Результати розрахунку вартості компанії ТОВ «Естаунд Коммерс» за методом дисконтування грошових потоків, тис. грн

Компанія	Показник	2024	2025	2026
ТОВ «Естаунд Коммерс»	EBITDA	187 559	208 949	228 665
	Податок на прибуток	-30 970	-35 094	-38 815
	Зміни в оборотному капіталі	58 321	52 175	70 452
	Капітальні інвестиції	-14 928	-11 098	-10 622
	FCFF	199 982	214 932	249 680
	Термінальна вартість	907 065		
	Період дисконтування	1	2	3
	Фактор дисконтування	0,76	0,58	0,44
	Дисконтовані вільні грошові потоки фірми, тис. грн	152 249	124 574	110 173
	Дисконтована термінальна вартість, тис. грн	400 248		
	Вартість компанії	787 245		

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [125]

Додаток Е

Табл. Е.1. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Епам Системз» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
8 317 777		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	29,28%	8 552 233	8 753 091	8 969 235	9 202 478	9 454 932
	30,28%	8 249 425	8 433 702	8 631 489	8 844 327	9 074 003
	31,28%	7 966 802	8 136 296	8 317 777	8 512 562	8 722 170
	32,28%	7 702 424	7 858 692	8 025 633	8 204 380	8 396 231
	33,28%	7 454 590	7 598 985	7 752 916	7 917 362	8 093 437

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116]

Табл. Е.2. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
5 337 177		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	28,22%	5 488 311	5 625 345	5 773 244	5 933 356	6 107 258
	29,22%	5 286 540	5 411 899	5 546 819	5 692 439	5 850 082
	30,22%	5 098 743	5 213 736	5 337 177	5 470 033	5 613 425
	31,22%	4 923 530	5 029 282	5 142 529	5 264 095	5 394 935
	32,22%	4 759 686	4 857 173	4 961 331	5 072 871	5 192 606

Джерело: розраховано та складено автором на основі [117]

Табл. Е.3. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Люксофт Солюшнс» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
1 790 575		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	29,64%	1 838 736	1 877 480	1 919 133	1 964 035	2 012 582
	30,64%	1 778 815	1 814 394	1 852 546	1 893 564	1 937 781
	31,64%	1 722 783	1 755 536	1 790 575	1 828 151	1 868 547
	32,64%	1 670 272	1 700 493	1 732 753	1 767 266	1 804 277
	33,64%	1 620 958	1 648 904	1 678 674	1 710 453	1 744 452

Джерело: розраховано та складено автором на основі [118]

Продовження Додатка Є

Табл. Е.4. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Сіклум» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
877 207		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	28,11%	902 427	925 668	950 760	977 934	1 007 460
	29,11%	868 421	889 675	912 557	937 262	964 016
	30,11%	836 788	856 278	877 207	899 738	924 065
	31,11%	807 290	825 209	844 403	865 013	887 203
	32,11%	779 721	796 235	813 884	832 788	853 088

Джерело: розраховано та складено автором на основі [119]

Табл. Е.5. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТзОВ «ІТ» «Інтелліас» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
1 728 269		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	25,47%	1 775 641	1 815 888	1 859 718	1 907 631	1 960 227
	26,47%	1 715 188	1 751 690	1 791 303	1 834 443	1 881 601
	27,47%	1 659 121	1 692 338	1 728 269	1 767 263	1 809 728
	28,47%	1 606 966	1 637 287	1 669 988	1 705 362	1 743 752
	29,47%	1 558 316	1 586 072	1 615 926	1 648 124	1 682 954

Джерело: розраховано та складено автором на основі [120]

Табл. Е.6. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Інфопульс Україна» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
1 878 114		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	29,60%	1 930 367	1 973 871	2 020 647	2 071 077	2 125 609
	30,60%	1 864 006	1 903 952	1 946 792	1 992 854	2 042 516
	31,60%	1 802 004	1 838 773	1 878 114	1 920 306	1 965 670
	32,60%	1 743 945	1 777 869	1 814 086	1 852 835	1 894 393
	33,60%	1 689 467	1 720 835	1 754 253	1 789 929	1 828 101

Джерело: розраховано та складено автором на основі [121]

Продовження Додатка Є

Табл. Е.7. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Логіка ЛТД»
до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
1 069 948		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	29,62%	1 100 544	1 127 982	1 157 482	1 189 284	1 223 669
	30,62%	1 059 879	1 085 075	1 112 095	1 141 145	1 172 462
	31,62%	1 021 939	1 045 133	1 069 948	1 096 559	1 125 169
	32,62%	986 464	1 007 864	1 030 710	1 055 151	1 081 363
	33,62%	953 224	973 013	994 094	1 016 599	1 040 676

Джерело: розраховано та складено автором на основі [122]

Табл. Е.8. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Сігма Софтвеа» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
949 884		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	29,64%	975 904	998 679	1 023 164	1 049 559	1 078 096
	30,64%	941 836	962 751	985 179	1 009 290	1 035 283
	31,64%	910 032	929 286	949 884	971 972	995 719
	32,64%	880 275	898 041	917 005	937 294	959 050
	33,64%	852 376	868 804	886 305	904 987	924 973

Джерело: розраховано та складено автором на основі [123]

Табл. Е.9. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТзОВ «СофтСерв Індустрія» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
817 157		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	28,88%	839 653	858 991	879 823	902 330	926 722
	29,88%	810 559	828 281	847 322	867 834	889 996
	30,88%	783 420	799 704	817 157	835 908	856 108
	31,88%	758 048	773 047	789 085	806 273	824 741
	32,88%	734 274	748 121	762 895	778 693	795 624

Джерело: розраховано та складено автором на основі [124]

Продовження Додатка Є

Табл. Е.10. Двофакторний аналіз чутливості вартості компанії ТОВ «Естаунд
Коммерс» до зміни WACC і g, тис. грн

Вартість компанії		Темп зростання в постпрогнозному періоді, g				
787 245		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	29,35%	809 387	828 629	849 333	871 669	895 840
	30,35%	780 535	798 193	817 141	837 528	859 523
	31,35%	753 611	769 855	787 245	805 906	825 983
	32,35%	728 429	743 408	759 407	776 535	794 915
	33,35%	704 827	718 670	733 425	749 185	766 057

Джерело: розраховано та складено автором на основі [125]

Додаток Є

Табл. Є.1. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ «Епам Системз» за методом DCF у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	8 317 777	↑1%	8 698 118	4,57
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	8 638 721	3,86
Дебіторська заборгованість		↑1%	8 413 290	1,15
EBITDA		↑1%	8 393 904	0,92
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	8 348 718	0,37
Капітальні інвестиції		↓1%	8 330 689	0,16
Адміністративні витрати		↓1%	8 328 130	0,12
Кредиторська заборгованість		↓1%	8 322 289	0,05

Джерело: розраховано та складено автором на основі [116]

Табл. Є.2. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ «ГлобалЛоджик Україна» за методом DCF у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	5 337 177	↑1%	5 717 933	7,13
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	5 671 834	6,27
EBITDA		↑1%	5 390 010	0,99
Дебіторська заборгованість		↑1%	5 388 198	0,96
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	5 358 213	0,39
Капітальні інвестиції		↓1%	5 350 304	0,25
Адміністративні витрати		↓1%	5 348 214	0,21
Кредиторська заборгованість		↓1%	5 339 953	0,05

Джерело: розраховано та складено автором на основі [117]

Продовження Додатка Є

Табл. Є.3. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ
«Люксофт Солюшнс» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	1 790 575	↑1%	1 976 729	10,40
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	1 966 608	9,83
EBITDA		↑1%	1 804 949	0,80
Дебіторська заборгованість		↑1%	1 802 799	0,68
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	1 796 695	0,34
Адміністративні витрати		↓1%	1 791 127	0,03
Кредиторська заборгованість		↓1%	1 791 119	0,03
Капітальні інвестиції		↓1%	1 791 127	0,03

Джерело: розраховано та складено автором на основі [118]

Табл. Є.4. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ
«Сіклум» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	877 207	↑1%	1 005 506	14,63
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	997 704	13,74
Дебіторська заборгованість		↑1%	884 284	0,81
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	881 744	0,52
EBITDA		↑1%	881 844	0,53
Адміністративні витрати		↓1%	880 909	0,42
Кредиторська заборгованість		↓1%	878 360	0,13
Капітальні інвестиції		↓1%	877 613	0,05

Джерело: розраховано та складено автором на основі [119]

Продовження Додатка Є

Табл. Є.5. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії
ТЗОВ «ІТ» «Інтелліас» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	1 728 269	↑1%	1 889 292	9,32%
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	1 879 829	8,77%
Дебіторська заборгованість		↑1%	1 749 674	1,24%
EBITDA		↑1%	1 746 182	1,04%
Кредиторська заборгованість		↓1%	1 738 370	0,58%
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	1 733 056	0,28%
Капітальні інвестиції		↓1%	1 730 853	0,15%
Адміністративні витрати		↓1%	1 729 031	0,04%

Джерело: розраховано та складено автором на основі [120]

Табл. Є.6. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ
«Інфопульс Україна» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	1 878 114	↑1%	1 980 659	5,46
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	1 950 610	3,86
EBITDA		↑1%	1 900 597	1,20
Адміністративні витрати		↓1%	1 889 511	0,61
Дебіторська заборгованість		↑1%	1 884 758	0,35
Кредиторська заборгованість		↓1%	1 881 300	0,17
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	1 879 067	0,05
Капітальні інвестиції		↓1%	1 878 862	0,04

Джерело: розраховано та складено автором на основі [121]

Продовження Додатка Є

Табл. Є.7. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ
«Логіка ЛТД» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	1 069 948	↑1%	1 150 502	7,53
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	1 140 287	6,57
EBITDA		↑1%	1 080 936	1,03
Дебіторська заборгованість		↑1%	1 078 222	0,77
Адміністративні витрати		↓1%	1 074 050	0,38
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	1 072 505	0,24
Кредиторська заборгованість		↓1%	1 072 291	0,22
Капітальні інвестиції		↓1%	1 070 971	0,10

Джерело: розраховано та складено автором на основі [122]

Табл. Є.8. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії ТОВ
«Сігма Софтвеа» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	949 884	↑1%	1 006 766	5,99%
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	999 868	5,26%
EBITDA		↑1%	960 895	1,16%
Адміністративні витрати		↓1%	953 857	0,42%
Дебіторська заборгованість		↑1%	953 326	0,36%
Кредиторська заборгованість		↓1%	952 406	0,27%
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	951 482	0,17%
Капітальні інвестиції		↓1%	951 263	0,15%

Джерело: розраховано та складено автором на основі [123]

Продовження Додатка Є

Табл. Є.9. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії
ТзОВ «СофтСерв Індустрія» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	817 157	↑1%	889 682	8,88
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	883 426	8,11
EBITDA		↑1%	824 621	0,91
Дебіторська заборгованість		↑1%	823 964	0,83
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	819 208	0,25
Кредиторська заборгованість		↓1%	818 666	0,18
Адміністративні витрати		↓1%	817 320	0,02
Капітальні інвестиції		↓1%	817 157	0,00

Джерело: розраховано та складено автором на основі [124]

Табл. Є.10. Результати розрахунку коефіцієнтів еластичності вартості компанії
ТОВ «Естаунд Коммерс» у відношенні до зміни факторів впливу на 1%

Показник	Базове значення вартості компанії, тис. грн	Зміна показника, %	Нове значення вартості компанії, тис. грн	Коефіцієнт еластичності, %
Чистий дохід від реалізації продукції	787 245	↑1%	831 603	5,63
Собівартість реалізованої продукції		↓1%	825 006	4,80
EBITDA		↑1%	794 558	0,93
Дебіторська заборгованість		↑1%	794 247	0,89
Зміни в оборотному капіталі		↑1%	789 431	0,28
Адміністративні витрати		↓1%	789 207	0,25
Кредиторська заборгованість		↓1%	788 006	0,10
Капітальні інвестиції		↓1%	787 640	0,05

Джерело: розраховано та складено автором на основі [125]

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації

1.1. Публікації в наукових фахових виданнях України

1. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Вартість компанії: сутність та особливості визначення. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2023. № 1-2 (302-303). С. 120–127. DOI: <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2023-1-2-302-303-120-126> (0,62 д. а.). *Особистий внесок здобувача: досліджено сутність та особливості вартості компанії (0,57 д. а.); Іоргачова М. І. – визначено зовнішні фактори впливу на вартість компанії (0,05 д. а.)*
2. Моїсєєв В. В. Сучасні стратегії оптимізації фінансових ресурсів компаній. *Економічні горизонти*. 2024. № 2-3 (28). С. 249–258. DOI: [https://doi.org/10.31499/2616-5236.3\(28\).2024.310419](https://doi.org/10.31499/2616-5236.3(28).2024.310419) (0,63 д. а.)
3. Моїсєєв В. В. Аналіз сучасного фінансового стану ІТ-компаній як невід’ємна складова оцінки їх вартості. *Ефективна економіка*. 2024. № 10. DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2024.10.77> (0,92 д. а.)
4. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Визначення вартості компанії як індикатор ефективності корпоративного управління: основні підходи та методи. *Вісник Львівського торговельно-економічного університету. Економічні науки*. 2024. № 79. С. 72–78. DOI: <https://doi.org/10.32782/2522-1205-2024-79-09> (0,60 д. а.). *Особистий внесок здобувача: узагальнено існуючі підходи та методи визначення вартості компанії (0,50 д. а.); Іоргачова М. І. – досліджено вартість компанії як індикатор ефективності корпоративного управління компанією (0,10 д. а.)*
5. Моїсєєв В. В. Використання інноваційних технологій для максимізації вартості компанії. *Економіка та суспільство*. 2024. № 68. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-68-47> (0,96 д. а.)

1.2. Публікації у періодичних наукових виданнях країн Європейського Союзу

6. Moiseiev V., Iorgachova M. Specificities of using income approach methods for company valuation. *Modern Engineering and Innovative Technologies*. 2024. № 33 (02). P. 87–99. DOI: <https://doi.org/10.30890/2567-5273.2024-33-00-029> (0,89 д. а.). *Особистий внесок здобувача: висвітлено методи дисконтування грошових потоків, дисконтування дивідендів та скоригованої поточної вартості для оцінки вартості компанії (0,64 д. а.); Іоргачова М. І. – висвітлено метод капіталізації чистого доходу для оцінки вартості компанії (0,25 д. а.)*

2. Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

7. Моїсєєв В. В., Іорга С. М. Роль мультиплікаторного аналізу в системі методів оцінки вартості компанії. *Управління інноваційним процесом в Україні: розвиток співпраці* : збірник матеріалів VIII міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 18-20 червня 2020 р.). Львів: Національний університет «Львівська політехніка», 2020. С. 131–132. (0,12 д. а.). *Особистий внесок здобувача: визначено ключові етапи порівняльного аналізу та виділено типові мультиплікатори для оцінки вартості компанії (0,10 д. а.); Іорга С. М. – визначено роль порівняльного аналізу в системі підходів до оцінки вартості компанії (0,02 д. а.)*

8. Моїсєєв В. В. Проблеми впровадження вартісно-орієнтованого управління на підприємствах України. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 21 жовтня 2021 р.). Одеса: ОНЕУ, 2021. С. 74–75. (0,14 д. а.)

9. Моїсєєв В. В. Управління витратами підприємств як інструмент підвищення ефективності їх діяльності. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної

конференції молодих вчених (м. Одеса, 20 жовтня 2022 р.). Одеса: ОНЕУ, 2022. С. 87–88. (0,14 д. а.)

10. Моїсєєв В. В. Вплив фінансової політики на вартість підприємства. *Сучасні інструменти корпоративними фінансами* : збірник матеріалів VII Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Київ, 15 листопада 2023 р.). Київ: КНЕУ, 2023. С. 206–208 (0,14 д. а.)

11. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Формування системи управління фінансовими ресурсами компанії в сучасних умовах фінансового ринку. *Наукові проблеми господарювання на макро-, мезо- та мікроекономічному рівнях* : збірник матеріалів міжнародної XXII науково-практичної конференції (м. Одеса, 25-26 квітня 2024 р.). Одеса: ОНЕУ, 2024. С. 103–105 (0,19 д. а.). *Особистий внесок здобувача: сформовано системний підхід до управління фінансовими ресурсами (0,15 д. а.); Іоргачова М. І. – визначено основні джерела формування власних та позикових фінансових ресурсів (0,04 д. а.)*

12. Моїсєєв В. В. Роль інвестиційної привабливості та міжнародного співробітництва в максимізації вартості ІТ-компаній. *Глокалізаційні аспекти інноваційного розвитку економіки* : збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 18 жовтня 2024 р.). Одеса: ОНЕУ, 2024. С. 342–344. (0,13 д. а.)

13. Моїсєєв В. В., Іоргачова М. І. Інноваційні інструменти управління вартістю компанії в умовах цифровізації економіки. *Education and science of today: Intersectoral issues and development of sciences* : collection of Scientific Papers «ΛΟΓΟΣ» VII International scientific and practical conference. (м. Cambridge, October 18, 2024). Cambridge: UKRLOGOS Group, 2024. С. 60–62 (0,20 д. а.). *Особистий внесок здобувача: досліджено вплив впровадження цифрових платформ на управління вартістю компанії (0,10 д. а.); Іоргачова М. І. – висвітлено роль аналізу великих даних як інструменту прийняття стратегічних рішень (0,10 д. а.)*



**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

вул. Преображенська, 8, м. Одеса, 65082, тел.: (048) 723-61-58, 723-23-60
E-mail: mail@oneu.edu.ua, сайт: www.oneu.edu.ua., код згідно з ЄДРПОУ 02071079

від 12.12.20 № 01-17/1261

На № _____ від ____ 20__ р.

ДОВІДКА

*про зв'язок результатів дисертаційної роботи Моїсєєва Вячеслава Вадимовича
на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових
ресурсів» з науковими програмами, планами, темами*

Дисертаційна робота Моїсєєва Вячеслава Вадимовича на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів» є складовою фундаментальної роботи з актуальних проблем суспільних та гуманітарних наук, що виконувалась в рамках комплексної теми кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку в межах другої половини робочого дня викладачів: «Розвиток системи корпоративного фінансового управління в Україні» (ДР №0119U102056).

Проректор
з наукової роботи

Олександр ЛІТВИНОВ

Завідувачка кафедри фінансового
менеджменту та фондового ринку
д.е.н., професор

Вікторія БАРАНОВА





МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

вул. Преображенська, 8, м. Одеса, 65082, тел.: (048) 723-61-58, 723-23-60
 E-mail: mail@oneu.edu.ua, сайт: www.oneu.edu.ua., код згідно з ЄДРПОУ 02071079

від 12.12.2024 р. № 04-17/12 62

На № _____ від ____ 20__ р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи Моїсєєва Вячеслава Вадимовича на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів» у науково-дослідну роботу

Результати дисертаційної роботи Моїсєєва Вячеслава Вадимовича на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів» були впроваджені в практичну діяльність суб'єктами господарювання при виконанні договору № 343/2023 на виконання науково-дослідних робіт (2023р.) з теми «Механізм впровадження фінансового контролінгу як фактору ефективного розвитку підприємства», де було запропоновано напрями вдосконалення управління фінансовими ресурсами підприємства, які ґрунтуються на фінансових інтересах власників та максимізації вартості підприємства.

Проректор з наукової роботи

Начальник

науково-дослідної частини



Олександр ЛІТВИНОВ

Володимир КАРПОВ

ТОВАРИСТВО З ДОДАТКОВОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ "ІНТЕРХІМ"

ТДВ "ІНТЕРХІМ"

Україна, 65080, Одеська обл., м. Одеса, Люстдорфська дорога, буд. 86
тел. (048) 7772950, факс: (0482) 340803
E-mail: INFO@INTERCHEM.COM.UA



Вих. № 784А
від 08.11.2024

Довідка

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Моїсєєва Вячеслава Вадимовича

на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових
ресурсів»

Проведене дослідження в межах дисертаційної роботи на тему
«Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів»
дозволило систематизувати підходи до максимізації вартості компанії через
впровадження інноваційних технологій.

З урахуванням специфіки функціонування та особливостей управління
компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, запропоновані інноваційні
технології були впроваджені у практичну діяльність, що надало можливість
вдосконалити управлінські процеси, оптимізувати витрати та підвищити
операційну ефективність.

Директор з виробництва
ТДВ «Інтерхім»

Директор з ІТ



Стельмах І. Б.

Самойленко А.І.

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ
"ХІМІЧНЕ ВИРОБНИЦТВО ОРГАНІЧНИХ ПРОДУКТІВ"

ТОВ "ХВОП"

Україна, 65080, Одеська обл., м. Одеса, Люстдорфська дорога, будинок 86
тел. (048) 7900542, факс: (0482) 340803, (048) 7505013



№ 47 від 06.12.2024р.

Довідка

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Моїсєєва Вячеслава Вадимовича

на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових
ресурсів»

Проведене дослідження в межах дисертаційної роботи на тему
«Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів»
дозволило визначити підходи до оптимізації фінансових ресурсів компанії.

З урахуванням специфіки функціонування та особливостей управління
компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, запропоновані підходи до
оптимізації фінансових ресурсів компанії були впроваджені у практичну
діяльність, що надало можливість оптимізувати структуру капіталу та
покращити управління оборотним капіталом компанії.

Директор ТОВ «Хімічне виробництво
органічних продуктів»



Оксана САХНО

**ФІЗИЧНА ОСОБА - ПІДПРИЄМЕЦЬ,
НЕЗАЛЕЖНИЙ ОЦІНЮВАЧ
СТРИЖАК ДМИТРО ЄВГЕНІЙОВИЧ**

ФОП Стрижак Д.Є.

Адреса: 49000, м. Дніпро,
вул. Кринична, 7

Вих. № 1811/24 від «18» листопада 2024 р.

Довідка

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Моїсєєва Вячеслава Вадимовича

на тему

«Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів»

Проведене дослідження підходів до оцінювання вартості компанії в межах дисертаційної роботи на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів» дозволило систематизувати та визначити їх зміст, виявити переваги та недоліки, а також надати приклади застосування кожної моделі оцінки вартості компанії.

З урахуванням специфіки функціонування та особливостей управління компанії за умов обмежених фінансових ресурсів, запропоновані підходи до оцінювання вартості компанії були впроваджені у практичну діяльність, що надало можливість вдосконалити процес оцінки вартості компаній.

ФОП



Стрижак Д.Є.



**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

вул. Преображенська, 8, м. Одеса, 65082, тел.: (048) 723-61-58, 723-23-60
E-mail: mail@oneu.edu.ua, сайт: www.oneu.edu.ua., код згідно з ЄДРПОУ 02071079

від 12.12.2024 р. № 01-17/1263

На № _____ від ____ 20__ р.

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес результатів дисертаційної роботи
Моїсєєва Вячеслава Вадимовича на тему «Управління вартістю компанії за
умов обмежених фінансових ресурсів»

Результати дисертаційної роботи аспіранта кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Моїсєєва Вячеслава Вадимовича на тему «Управління вартістю компанії за умов обмежених фінансових ресурсів» впроваджені в навчальний процес Одеського національного економічного університету під час викладання навчальних дисциплін «Управління вартістю компанії», «Професійний фінансовий менеджмент», «Управління портфелем цінних паперів», «Проектне фінансування» за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок».

Ректор



Анатолій КОВАЛЬОВ