

## ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ПІДХОДУ ДО УПРАВЛІННЯ БІЗНЕСОМ

©2021 ЗАХАРКІНА Л. С., САЛТИКОВА Г. В., НОВІКОВ В. М.

УДК 65.015.3(045)  
JEL: G32; L25; M21

### Захаркіна Л. С., Салтикова Г. В., Новіков В. М. Теоретико-методологічні засади вартісно-орієнтованого підходу до управління бізнесом

Метою цього дослідження є аналіз вартісно-орієнтованих концепцій управління бізнесом і вивчення можливості їх запровадження в діяльність українських підприємств. Проведений аналіз літератури свідчить про значну увагу, яку приділяє наукова спільнота досліджуваному питанню, оскільки застосування вартісних концепцій в українських реаліях є доволі проблематичним через недостатнє розуміння їх специфіки й особливостей. У роботі проведено хронологічний аналіз тлумачення сутності поняття «вартість бізнесу» науковцями протягом 2011–2020 рр. Вартість бізнесу є об'ємним показником, завдяки якому можна зрозуміти подальші перспективи розвитку підприємства та його інвестиційну привабливість. Згідно з теоретичними дослідженнями вартість бізнесу розуміється як вартість вкладеної праці та трудових ресурсів; як результати, що отримує підприємство від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності; як вираження ціни, за якою компанія позиціонує себе на ринку і потенційно може бути реорганізована. Вартісно-орієнтоване управління має бути застосовано на всіх рівнях – від операційного до стратегічного. Встановлено, що кар'єрне зростання, ефективна система мотивації, обмін інформації та знаннями є одними з небагатьох чинників, які впливають на формування вартості підприємства. Серед методичних підходів, які дозволяють провести ґрунтовну оцінку вартості бізнесу, акцентовано увагу на дохідному, витратному, ринковому та опціонному методах. Перспективи подальших досліджень стосуються більш детального аналізу специфіки вартісно-орієнтованих концепцій та аналізу вітчизняних ринкових умов для можливості поширення вартісного підходу управління серед менеджерів українських компаній.

**Ключові слова:** вартість бізнесу, вартісно-орієнтоване управління, вартість капіталу, стратегічна вартість, бізнес-процеси, ринкова оцінка вартості.

DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2021-7-169-177>

Рис.: 2. Табл.: 2. Бібл.: 28.

**Захаркіна Людмила Сергіївна** – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів і підприємництва, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: [l.zaharkina@finance.sumdu.edu.ua](mailto:l.zaharkina@finance.sumdu.edu.ua)

ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-1002-130X>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1944894/liudmyla-s-zaharkina/>

Scopus Author ID: <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorId=36070180000>

**Салтикова Ганна Василівна** – кандидат економічних наук, доцент, старший викладач кафедри фінансів і підприємництва, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: [a.saltykova@finance.sumdu.edu.ua](mailto:a.saltykova@finance.sumdu.edu.ua)

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-4614-8313>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1900005/hanna-saltykova/>

Scopus Author ID: 57219245369

**Новіков Володимир Миколайович** – аспірант кафедри фінансів і підприємництва, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: [vlad.nov.1996@gmail.com](mailto:vlad.nov.1996@gmail.com)

UDC 65.015.3(045)

JEL: G32; L25; M21

**Zaharkina L. S., Saltykova H. V., Novikov V. M. The Theoretical and Methodological Principles of the Value-Oriented Approach to Business Management**  
The research is aimed at analyzing the value-oriented conceptions of business management and studying the possibility of their implementation in the activities of Ukrainian enterprises. The carried out analysis of the literature shows the considerable attention paid by the scientific community to the issue under research, since the use of value-based conceptions in Ukrainian realities is quite problematic due to a lack of understanding of their specifics and features. The publication carries out a chronological analysis of the interpretation of the essence of the conception of «business value» by various scientists during 2011–2020. The value of the business is a volume-based indicator, thanks to which it is possible to understand the further prospects of the enterprise development and its investment attractiveness. According to theoretical research, the value of business is understood as the value of invested labor and labor resources; as the results obtained by the company from operational, investment and financial activities; as an expression of the price at which the company positions itself in the market and can potentially be reorganized. The value-oriented management should be applied at all levels – from operational to strategic. It is determined that career growth, an effective system of motivation, exchange of information and knowledge are among the few factors that affect the formation of the value of enterprise. Among the methodological approaches that allow to conduct a thorough assessment of the value of business, attention is focused on earnings, value-based, market-based and optional methods. Prospects for further research relate to a more detailed analysis of the specifics of value-oriented conceptions and analysis of domestic market conditions for the possibility of spreading the value-based management approach among managers of Ukrainian companies.

**Keywords:** value of business, value-oriented management, value of capital, strategic value, business processes, market assessment of value.

Fig.: 2. Tabl.: 2. Bibl.: 28.

**Zaharkina Liudmyla S.** – PhD (Economics), Associate Professor of the Department of Finance and Entrepreneurship, Sumy State University (2 Rymkoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: [l.zaharkina@finance.sumdu.edu.ua](mailto:l.zaharkina@finance.sumdu.edu.ua)

ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-1002-130X>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1944894/liudmyla-s-zaharkina/>

Scopus Author ID: <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorId=36070180000>

**Saltykova Hanna V.** – PhD (Economics), Associate Professor, Senior Lecturer of the Department of Finance and Entrepreneurship, Sumy State University (2 Rymskoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: a.saltykova@finance.sumdu.edu.ua

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-4614-8313>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1900005/hanna-saltykova/>

Scopus Author ID: 57219245369

**Novikov Volodymyr M.** – Postgraduate Student of the Department of Finance and Entrepreneurship, Sumy State University (2 Rymskoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: vlad.nov.1996@gmail.com

У сучасних нестабільних умовах соціально-економічного розвитку бізнес має пристосовуватися до змінних умов і потребує нового погляду в управлінні вартістю для її нарощення та максимізації через постійно зростаючі конкурентні умови ведення господарської діяльності.

Економічна сутність вартості бізнесу полягає в його вразливості щодо впливу внутрішніх і зовнішніх факторів макроекономічної нестабільності та може розглядатись як показник успішності підприємницької діяльності. Вартість бізнесу залежить, перш за все, від якості його управління. Тому важливим є розгляд концептуальних підходів, які дозволяють вести менеджмент більш ефективно. Управління бізнесом, що базується на його цінності, передбачає розробку й імплементацію механізму концепції вартісно-орієнтованого управління (*Value Based Management – VBM*), яку підприємствам варто враховувати при розробці стратегії майбутньої діяльності.

Метою роботи є дослідження концептуальних засад вартісно-орієнтованого управління бізнесом і визначення особливостей їх застосування в сучасних українських реаліях.

Останнім часом зростає кількість досліджень, пов'язаних з вартісно-орієнтованим управлінням і вартісним інжинірингом бізнес-процесів, що представлені в різних галузях науки та стосуються прийняття рішень, аналізу ризиків в умовах невизначеності.

Так, Глотова Д. В. [1], при розгляді концептуальних засад вартісно-орієнтованого управління бізнесом констатує, що саме вартість є об'єктом консолідації комерційної, інвестиційної та фінансової діяльності. З огляду на дослідження важливості вдосконалення механізму управління бізнес-процесами в умовах технологічних викликів Кушніренко О. М. [2] акцентує увагу на послідовному перепроєктуванні бізнес-процесів, їх автоматизації та реінжинірингу. Романчишин В. О. та Уманців Г. В. [3] ставлять акценти на знаннях та інформаційних технологіях як на головних рушіях зростання вартості компанії. Науковці вважають, що підприємства мають більше інвестувати в наукові розробки та тісніше співпрацювати з науково-дослідними інститутами.

Костирко Л. А. та Кукса І. М. [4] пропонують власну концептуальну модель механізму вартісно-орієнтованого управління, яка забезпечується на основі створення фінансової стратегії компанії. Фі-

нансову стратегію дослідники пропонують розглядати з боку оцінки асиметричного ефекту від гудвілу як чинника генерації нової вартості та згоди між залученими до бізнесу особами, оцінювання вартості з точки зору ринку та перспектив.

Досліджуючи питання трансформації вартості бізнесу та можливості її максимізації, Щербань О. Д. і Невдачина О. І. [5] розглядають структуру сукупного капіталу та проблеми його ефективного використання під час управління вартістю бізнесу. Дослідники вказують на неможливість обмежувати фінансування господарської діяльності лише за рахунок власного капіталу через обмеженість такого потенціалу розвитку, недостатність власних ресурсів і неможливість ефективно примножувати прибуток на власний капітал без використання позикових джерел.

Крейдич І. М. і Гагарін А. О. [6] акцентують увагу на труднощах застосування підходів до вартісно-орієнтованого управління у вітчизняній практиці через їх недостатню вивченість та розуміння, внаслідок чого виникає потреба більш активного дослідження переваг і недоліків управління на основі вартісних показників. Звертається увага на показники вартісної оцінки аналізованої компанії, а саме: на акціонерній, грошовій та економічній доданій вартості, комбінування яких може стати головним елементом у комплексній оцінці бізнес-процесів у розвитку підприємства.

Попри обсяжні дослідження в аналізованій тематичі, у науковій літературі відсутнє ясне розуміння того, яким чином пояснюється економічна сутність вартості підприємства та її складові елементи.

Ефективність діяльності бізнесу в сучасних умовах варто здійснювати на основі нових концепцій, таких як концепція вартісно-орієнтованого управління; система збалансованих показників; концепція вартості бізнесу; концепція грошових потоків. Упровадження цих концепцій на підприємствах ще є проблематичним з точки зору інформаційної забезпеченості та відсутності єдності в підходах до оцінки. На основі сучасних теорій може здійснюватись оцінка ефективності підприємств, де застосовуються новітні показники для аналізу, окрім традиційних узагальнюючих показників, таких як прибуток або рентабельність [7].

У табл. 1 можна побачити, як науковці розуміють поняття «вартість бізнесу». З огляду на це можна

## Хронологічна послідовність тлумачень науковцями поняття «вартість бізнесу»

Автор(-и), джерело, рік	Визначення поняття «вартість бізнесу»
Кривов'язюк І. В., Бурбан О. В. [8], 2020 р.	Грошове вираження справедливої цінності даного підприємства, яка сформувалася на основі вартості його матеріальних і нематеріальних активів, майбутніх грошових потоків, генерованих суб'єктом господарювання, під впливом факторів його ділового середовища
Давидов О. І. [9], 2016 р.	Вартість, яка формується на організованому та відкритому фондовому ринку в умовах конкуренції під впливом факторів макро- та мікрорівнів
Сотніков А. В. [10], 2015 р.	Найбільш поширений показник, що характеризує загальний підсумок діяльності компанії і дає висновок, що відображає суму всіх елементів і чинників
Лойко В. В., Калабухова А. В. [11], 2015 р.	Економічний критерій, що відображає інтегральний ефект впливу прийнятих рішень на всі параметри, за якими оцінюється діяльність підприємства (частка ринку та міцність конкурентної позиції, доходи, інвестиційні потреби, операційна ефективність, податковий тягар, регулювання, потоки грошових коштів, рівень ризику)
Левчак І. Я. [12], 2014 р.	Результативний показник діяльності на основі аналізу фінансових показників
Нусінова О. В. [13], 2011 р.	Економічне поняття, що стосується ціни, про яку найбільш імовірно домовляться покупці або продавці товару чи послуги, що доступні для придбання. Вартість інвестованого в нього капіталу – показник, за допомогою якого можна визначити прибутковість діяльності

Джерело: складено на основі [8–13].

визначити спільні риси, а саме: наявність результативних фінансових показників, які піддаються впливу зовнішніх і внутрішніх факторів і показують стан справ на підприємстві.

Американський фінансовий аналітик А. Раппорт (А. *Rappaport*) стверджує, що вартість компанії створюється за рахунок фінансових потоків від операційної й інвестиційної діяльності, які скориговані на коефіцієнт дисконтування, сформований як бажане значення вартості капіталу, та вирахування короткострокових (операційних) і довгострокових (інвестиційних) зобов'язань. [14].

**Н**а основі попередніх досліджень вважаємо за потрібне навести власне визначення категорії, що є об'єктом дослідження. Вартість бізнесу – це економічний показник, за яким можна визначити інтегральні наслідки того, як прийняті менеджментом рішення впливають на всі елементи роботи підприємства, а саме: частку ринку, доходи, інвестиційні потреби, податковий тягар, потоки грошових коштів, рівень ризику тощо.

З економічної точки зору поняття «вартість підприємства» базується на трьох основних теоріях, а саме: трудовій теорії, теорії граничної корисності та ринкової оцінки:

- ✦ *трудова теорія вартості* (вартість підприємства розглядається як: вартість праці персоналу такого підприємства; сума витрат на придбання та «використання» підприємства; вартість капіталу, тобто сукупність вартостей усіх ресурсів підприємства: трудових, матеріальних, фінансових);

- ✦ *теорія граничної корисності* (вартість підприємства повинна вимірюватися його результатами, що і становлять його економічну та соціальну корисність. Основним таким результатом є прибуток підприємства. Проте ототожнювати вартість підприємства з розміром його прибутку є недоцільним і недостатнім. Прибуток є важливою складовою власного капіталу, додає вартості підприємству за умови його капіталізації);

- ✦ *теорія ринкової оцінки вартості* (вартість розглядають як властивість або цінність товару, як його грошовий еквівалент) [15].

За кордоном, в умовах розвинутого фондового ринку, основним індикатором для визначення вартості компанії є ринкова ціна акцій, помножена на кількість емітованих акцій. При цьому остаточна вартість залежить від розмірів контрольного пакета та визначається в процесі переговорів. Для України, як вважають Лукач А. М. і Ставицький О. В., такий підхід практично неприйнятний з ряду причин:

- ✦ фондовий ринок тільки встановлюється, сильно залежить від короткострокових позаекономічних чинників, і довіра до нього відсутня;
- ✦ підприємство, яке оцінюють, здебільшого не представлено на фондовому ринку;
- ✦ акції підприємства є недостатньо ліквідними, тому їх реальній ринкової вартості не можна довіряти [16].

Варто зауважити, що розвиток концепції вартісно-орієнтованого управління з'являється наприкінці 80-х років ХХ ст. Прихильники цієї концепції концентрувалися лише на її фінансових аспектах. Саме в ці

часи з'явилися різні формули та моделі, що дозволяють визначати ринкову вартість фірми через грошові потоки, прибутковість капіталу та з урахуванням фактора ризику. Ці процеси сприяли перетворенню розвитку поглядів на фірму як на товар, який може бути запропоновано для продажу на ринку, що зумовило поширення злиттів і поглинань та вдосконалення інституту банкрутства [17].

**В**артість підприємства (фундаментальна ринкова оцінка підприємства) виступає в концепції VBM як грошовий індикатор майбутніх можливостей зростання, тобто інтегрує в сьогоднішніх грошах інвестиційну привабливість політики, що проводиться як з комерційної діяльності, так і з інвестиційної та фінансової [1].

Збільшення цікавості до концепції VBM пояснюється такими причинами:

- ✦ загроза поглинання такими інвесторами, які шукають підприємства з поганою системою менеджменту;
- ✦ прийняття припущень концепції VBM керуючими компаніями;
- ✦ переконання в тому, що традиційні способи вимірювання, що базуються на даних бухгалтерського обліку (наприклад, величина чистого прибутку, яка припадає на одну акцію (EPS), або рентабельність інвестицій (ROI)), не пов'язані з підвищенням ціни акцій;
- ✦ інформація про вартість підприємства все частіше публікується разом з іншими результатами діяльності в професійній пресі;
- ✦ розуміння того, що системи довготермінової винагороди для менеджерів мають бути тісно пов'язані з цінністю, створеною для власників [26].

У разі застосування концепція VBM повинна бути реалізована на всіх рівнях управління підприємством – від стратегічного до операційного. На стратегічному рівні рішення мають приводити до підвищення вартості підприємства (ґрунтуватися на використанні методів оцінки інвестиційних проектів). На операційному рівні увага повинна бути зосереджена на тих процесах, які створюють і знижують вартість. Звідси випливає, що концепція має зосереджуватися на трьох основних процесах: постачанні, виробництві та реалізації [26].

Розглядаючи концепції управління бізнесом, що застосовуються в сучасній практиці, Лойко В. В. і Калабухова А. В. [11] поділяють їх на дві великі групи: балансові (або бухгалтерські) та вартісні (або ринкові). Бухгалтерські концепції та моделі управління орієнтують менеджерів, головним чином, на максимізацію прибутку. Незважаючи на свою простоту та «зрозумілість», вони не здатні відповісти на питання акціонерів щодо майбутнього підприємства: як довго воно збереже свої конкурентні позиції на ринку; наскільки

інвестиційно привабливим воно буде в майбутньому. Подолати ці недоліки дозволяють економічні (ринкові) концепції та моделі управління бізнесом.

У табл. 2 наведено основні сутнісні характеристики концептуальних принципів управління вартістю бізнесу.

**Р**озвиваючи ці теорії, науковці пропонують новітні підходи до оцінки вартості капіталу, які, до того ж, покликані забезпечити достовірною інформацією зовнішніх учасників ринку, зокрема інвесторів та контрагентів. Серед таких науковцями пропонується модель доданої акціонерної вартості (*Shareholder Value Added – SVA*), що покликана забезпечити максимальне задоволення потреб акціонерів шляхом зростання ринкової вартості їхніх акцій та обсягу дивідендів за ними [18]. Згідно з концепцією SVA перед менеджментом підприємства постають такі завдання:

- ✦ необхідність ведення конкуренції за власників корпоративних прав, тобто за потенційних капіталодавців, готових вкласти кошти у власний капітал підприємства (тобто виникає необхідність реалізації ефективної маркетингової політики на ринку капіталів);
- ✦ установлення обов'язкового рівня мінімальних дивідендних виплат власникам корпоративних прав, які мають бути не меншими, ніж їх середній рівень на ринку капіталів. Це вимагає отримання й оприлюднення позитивних фінансових результатів і застосування відповідних моделей дивідендної політики [27].

Для фокусування управління на максимізацію вартості очікуваних грошових потоків або економічного прибутку на довгострокову перспективу дослідниками [4; 28] розглядається принцип стратегічної орієнтованості підприємства. Для реалізації цього принципу пропонують процес прогнозування сталого розвитку на основі результатів оцінки стратегічної вартості залежно від потенціалу фінансово-економічної стійкості підприємства. Визначені кроки наведено на рис. 1.

До чинників вартості, які визначають діяльність конкретного підприємства та відображають сильні й слабкі сторони, можна віднести:

- ✦ ступінь відповідності ціни, якості, властивостей вимогам і вподобанням споживачів, належний рівень автоматизації та своєчасність у процесі розробки та впровадження нових видів продуктів;
- ✦ якість взаємовідносин з постачальниками, витрати на збереження запасів сировини та матеріалів, співвідношення ціна / якість ресурсів;
- ✦ професійність рекламної діяльності, раціональна структура каналів збуту та рівень конкуренції в них, швидкість просування продукції через канал збуту, узгодженість плану продажу з планами розвитку та розробки

## Характеристика вартісно-орієнтованих концепцій управління бізнесом

Концепція, рік, автор(-и), джерело	Суть концепції	Основні положення	Умови застосування
Value-Based Management (VBM), 80-ті рр. XX ст. Акер Д., Коупленд Т., Мурін Дж., Раппапорт А. [19]	VBM – це комплекс організаційних та управлінських заходів, орієнтованих на зростання вартості компанії, що координується та здійснюється на підставі інформації фінансового характеру, отриманої шляхом розрахунку вартісно-орієнтованих показників	Популяризує одну головну мету, яка дозволяє оцінити ефективність роботи підприємства, будувати на основі схем стимулювання системи заохочення як для управлінців, так і для інших співробітників, зосереджуючи всю команду навколо однієї ідеї. Підприємство збільшує свою вартість, коли зароблений ним у ході діяльності залишок грошових коштів перевищує вартість залученого капіталу	До впровадження VBM більше підготовленими є компанії, які перебувають у кризовому стані, новостворені підприємства, а також ті компанії, що вже використовують систему збалансованих показників або функціонально-вартісне управління. Концепція також доцільна у використанні на стадії занепаду та піднесення економіки
Business Performance Management (BPM)	BPM – концепція управління, що означає цілісний, процесно-орієнтований підхід до прийняття управлінських рішень, спрямований на підвищення спроможності підприємства оцінювати свій фінансовий стан і управляти ефективністю шляхом об'єднання власників, менеджерів, персоналу та зовнішніх контрагентів у рамках загального інтегрованого середовища управління	В основі концепції лежить процесно-орієнтований підхід до прийняття управлінських рішень. Цей підхід спрямований на оцінку фінансового стану підприємства та управління економічною безпекою в процесі всієї господарської діяльності підприємства шляхом об'єднання власників, керівників підприємства, менеджерів, торговельного персоналу та контрагентів із зовнішнього середовища в рамках інтегрованого середовища управління. Основні фінансові та операційні процеси включають планування, консолідацію, звітність, аналіз ключових показників ефективності	Концепція BPM підходить для вирішення проблеми нездійснення проєктів із впровадження систем управління, заснованих на ключових показниках ефективності з позицій так званого колаборативного управління ( <i>collaborative management</i> ), шляхом докладного опису взаємозв'язків між різними бізнес-одинацями та їх процесами управління
Balanced Scorecard (BSC), 1992 р. Каплан Р., Нортон Д. [20]	BSC – це система стратегічного управління підприємством на основі виміру й оцінки її ефективності по набору показників, підбраному таким чином, щоб урахувати всі істотні (з погляду стратегії) аспекти її діяльності (фінансові, виробничі, маркетингові тощо)	Система BSC транслює місію та загальну стратегію підприємства в таких чотирьох напрямках: – фінансовий напрям, що розглядає ефективність діяльності підприємства з погляду віддачі на вкладений капітал; – внутрішня операційна ефективність, що оцінює внутрішню організацію бізнес-процесів; – інновації та навчання, тобто здатність підприємства до сприйняття нових ідей, орієнтація на постійні поліпшення. Концепція забезпечує зворотний зв'язок між внутрішніми бізнес-процесами та зовнішніми показниками, необхідний для підвищення стратегічної ефективності та досягнення результатів	Серед умов, які зумовлюють доцільність застосування зазначених концепцій, є такі: – мінливість економічного середовища, внаслідок чого підвищуються вимоги клієнтів, з'являються нові конкуренти; – поява нових інструментів управління, а також можливість їх ефективного використання; – нові технологічні можливості, що забезпечує підтримку найсучасніших управлінських принципів

Джерело: побудовано авторами на основі [19; 20].

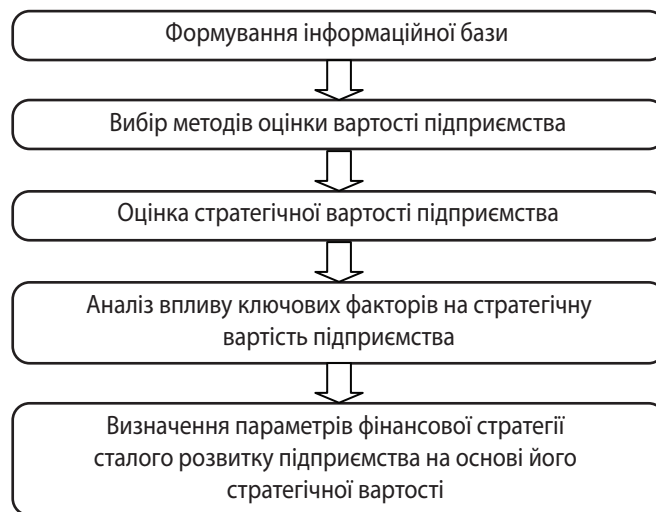


Рис. 1. Покрокова оцінка стратегічної вартості підприємства

Джерело: побудовано на основі [4].

- ✦ продукції, швидкість урегулювання претензій споживачів;
- ✦ періодичність та ефективність збору маркетингової інформації, що є оптимальною для кожного її виду, якість прогнозування ринкових подій;
- ✦ професійна підготовка персоналу, швидкість кар'єрного просування, витрати на професійну підготовку, система мотивації та стимулювання;
- ✦ обмін знаннями, комунікаційні мережі, витрати на інформаційне забезпечення діяльності [21].

Оцінювати бізнес можна за різними підходами та методами. Підхід являє собою певну сукупність методів і процедур, які утворилися на основі розвитку певних моделей, течій тощо і за допомогою яких оцінюється вартість підприємства. У процесі оцінки вартості компанії також є необхідними відповідні методи оцінки, які варто застосовувати на основі внутрішніх і зовнішніх умов фінансово-економічної ситуації [22]. До таких підходів, які дозволяють якісно провести оцінку вартості бізнесу, відносять дохідний, витратний і ринковий, або порівняльний. Структуру таких підходів відображено на рис. 2.

Як зображено на рис. 2, дохідний підхід виділяє метод дисконтування грошових потоків, який має свої переваги. Даний метод оцінки вважається найбільш актуальним з точки зору інвестиційної привабливості, оскільки інвестор, який вкладає кошти в діючий бізнес, у кінцевому підсумку купує не набір активів, які складаються з будівель і споруд чи обладнання, а потік майбутніх грошових доходів, який дозволяє йому окупити вкладені засоби, отримати прибуток і підвищити свій матеріальний стан [23].

Лукач А. М. і Ставицький О. В. [16] доходять висновку, що *дохідний підхід* до оцінки бізнесу найкра-

ще відображає його потенціал тільки в тому випадку, коли він побудований на принципі найкращого використання цілісного майнового комплексу.

*Витратний підхід* передбачає застосування людського ресурсу, що пов'язано зі значними витратами часу та відволіканням персоналу; істотним впливом людського фактора на результати, який проявляється в ускладненості контролю достовірності оцінних результатів і послідовності розрахунків. Витратний підхід є доцільним в оцінці складних і унікальних підприємств чи монополістів на своєму ринку [24].

*Порівняльний підхід* може використовуватися переважно для перевірки результатів, отриманих дохідним підходом, він ефективний за врахування різниці між корисністю та поширенням зв'язків, вартістю торгової марки, перспектив розвитку тощо, але трудомісткий через необхідність перевірки даних [16]. Основною умовою застосування даного підходу є наявність аналогічних підприємств до досліджуваного. Ефективнішим цей підхід буде для новостворених підприємств, що займаються наданням послуг чи виконанням робіт, які не є унікальними в певному ринковому сегменті, а також для прибуткових і неприбуткових підприємств [25].

Поряд із розвитком традиційних підходів до оцінки вартості підприємства (дохідного, витратного та порівняльного) набуває популярності розвиток четвертого підходу, який пов'язаний із застосуванням опціонних моделей оцінки вартості підприємства. Застосування таких моделей дозволяє моделювати й оцінювати вартість найбільш складних фінансово-економічних об'єктів, оцінка яких за іншими підходами практично неможлива або некоректна. Об'єктами оцінки *опціонного підходу* можуть стати права на розробку та комерційну експлуатацію запасів природних копалин; вартість компаній, що

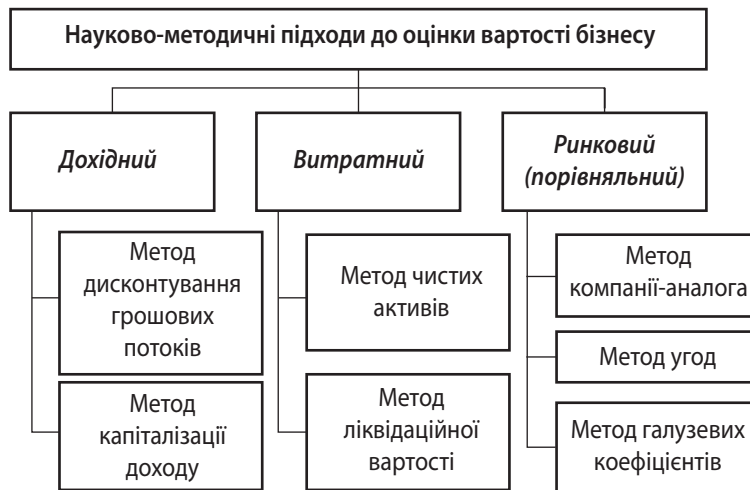


Рис. 2. Методи оцінки вартості бізнесу

Джерело: побудовано на основі [10].

знаходяться на межі банкрутства; вартість компанії, чия діяльність тільки починається та пов'язана з виведенням на ринок принципово нового продукту тощо. Даний підхід дозволяє враховувати високу мінливість ринку більшою мірою як позитивний чинник, що, своєю чергою, дозволить підвищити вартість акціонерного капіталу компанії [22].

Комплексне використання зазначених концептуальних підходів та методів оцінки вартості бізнесу дає можливість якісно детермінувати результати діяльності підприємства за минулі періоди та створити базу для прийняття управлінських рішень, направлених на зростання вартості підприємства [12].

## ВИСНОВКИ

Отже, в сучасних умовах вартісно-орієнтоване управління є найбільш оптимальним варіантом для компаній, які мають неефективну систему менеджменту та потребують її оновлення. Проаналізовані управлінські концепції передбачають нове бачення в оцінюванні бізнес-процесів і вартісних елементів на підприємстві. Вони дозволяють реалізовувати нові управлінські інструменти, вартісні показники, формують новий світогляд у менеджменту, який орієнтується, окрім фінансово-економічних аспектів діяльності, також на інновації та індивідуальне професійне зростання кожного співробітника для реалізації спільної мети та стратегії.

Вважаємо за необхідне спрямувати подальші дослідження на пошук шляхів і перешкод щодо імплементації таких концепцій у політику управління та фінансово-господарські процеси бізнесу. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. Глотова Д. Концептуальні засади вартісно-орієнтованого управління підприємством. *Економічний аналіз*. 2013. Вип. 12. Ч. 3. С. 76–79.

2. Кушніренко О. М. Удосконалення механізму управління бізнес-процесами в умовах посилення технологічних викликів. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2020. Вип. 1. С. 64–70. DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.24-9>

3. Романчишин В. О., Уманців Г. В. Трансформація вартості підприємства в умовах становлення економіки знань. *Економічний вісник університету*. 2019. Вип. 41. С. 57–67. DOI: <https://doi.org/10.31470/2306-546X-2019-41-57-67>

4. Костирко Л. А., Кукса І. М. Пріоритети формування механізму вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств. *Часопис економічних реформ*. 2018. № 2. С. 58–65.

5. Щербань О. Д., Невдачина І. О. Теоретичні аспекти визначення сутності та структури капіталу підприємства. *Приазовський економічний вісник*. 2019. Вип. 3. С. 284–289. URL: [http://pev.kpu.zp.ua/journals/2019/3\\_14\\_uk/49.pdf](http://pev.kpu.zp.ua/journals/2019/3_14_uk/49.pdf)

6. Крейдич І. М., Гагарін А. О. Проблеми економічно орієнтованого управління розвитком підприємства. *Економічний вісник НТУ «КПІ»*. 2016. № 13. С. 208–212. URL: <https://ela.kpi.ua/bitstream/123456789/18343/1/32Kreidych.pdf>

7. Синіговець О. М. Сучасні підходи до оцінки ефективності діяльності підприємства. *Вісник НТУ «КПІ»*. 2010. Вип. 58 : Технічний прогрес і ефективність виробництва. С. 8–13. URL: [http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/28944/1/vestnik\\_KhPI\\_2010\\_58\\_Synihovets\\_Suchasni.pdf](http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/28944/1/vestnik_KhPI_2010_58_Synihovets_Suchasni.pdf)

8. Кривов'язюк І. В., Бурбан О. В. Економічна сутність поняття «вартість підприємства» та детермінанти її зростання. *Економіка та держава*. 2020. № 10. С. 99–104. DOI: [10.32702/2306-6806.2020.10.99](https://doi.org/10.32702/2306-6806.2020.10.99)

9. Давидов О. І. Проблеми та перспективи застосування концепції управління вартістю підприємств в Україні. *Маркетинг і менеджмент інновацій*. 2016. № 1. С. 170–182. URL: [https://mmi.fem.sumdu.edu.ua/sites/default/files/mmi2016\\_1\\_170\\_182.pdf](https://mmi.fem.sumdu.edu.ua/sites/default/files/mmi2016_1_170_182.pdf)

10. Сотніков А. В. Основні підходи та методи оцінки вартості підприємств. *Вісник НТУ «КПІ»*. 2015. № 61 :

- Актуальні проблеми управління та фінансово-господарської діяльності підприємства. С. 70–73. URL: [http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/21666/1/vestnik\\_KhPI\\_2015\\_61\\_Sotnikov\\_Osnovni\\_pidkhody.pdf](http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/21666/1/vestnik_KhPI_2015_61_Sotnikov_Osnovni_pidkhody.pdf)
11. Лойко В. В., Калабухова А. В. Оцінка бізнесу як інструмент управління вартістю підприємства. *Інтернаука. Серія «Економічні науки»*. 2015. № 8. С. 126–130.
  12. Левчак І. Я. Вартість підприємства як критерій ефективності управління. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. 2014. Вип. 1. С. 104–108. URL: <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/14759/1/ВАРТІСТЬ%20ПІДПРИЄМСТВА%20ЯК%20КРИТЕРІЙ%20ЕФЕКТИВНОСТІ%20УПРАВЛІННЯ.pdf>
  13. Нусінова О. В. Вартість підприємства як показник результатів діяльності. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. 2011. Вип. 2. С. 132–135. URL: <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/5338/1/ВАРТІСТЬ%20ПІДПРИЄМСТВА%20ЯК%20ПОКАЗНИК%20РЕЗУЛЬТАТІВ%20ДІЯЛЬНОСТІ.pdf>
  14. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. Rev. and updated ed. New York: Free Press. 1998. 205 p.
  15. Давиденко Н. М., Кульбач Ю. О. Теоретичні аспекти сутності вартості підприємства. *Український журнал прикладної економіки*. 2017. Т. 2. № 2. С. 32–38. URL: <http://ujae.wunu.edu.ua/index.php/ujae/article/view/136>
  16. 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: <http://ape.fmm.kpi.ua/article/view/130927>.
  17. Багацька К. В. Капіталізація підприємства як ключова категорія вартісно-орієнтованого управління. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство»*. 2015. Вип. 3. С. 10–13. URL: [http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/3\\_2015ua/4.pdf](http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/3_2015ua/4.pdf)
  18. Чут М. А. Концепція стратегії вартісно-орієнтованого управління підприємством. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2019. № 1. С. 114–121. DOI: 10.25140/2411-5215-2019-1(17)-114-121
  19. Грапко Н. В. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами підприємств. *Наукові праці КНТУ. Серія «Економічні науки»*. 2010. Вип. 17. С. 224–234. URL: [http://www.kntu.kr.ua/doc/zb\\_17\\_ekon/stat\\_17/35.pdf](http://www.kntu.kr.ua/doc/zb_17_ekon/stat_17/35.pdf)
  20. Орликовський М. О., Трокоз Д. І. Новітні концепції управління ефективністю діяльності сучасних підприємств. *Ефективна економіка*. 2014. № 5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3034>
  21. Колос І. В. Обґрунтування ключових чинників вартості підприємства. *Економіка та держава*. 2006. № 11. С. 30–32. URL: <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/22143/1/Kolos-2006-5.pdf>
  22. Куцик В. І., Явтуховська І. В. Методи та підходи до оцінки вартості підприємства: теоретичний аспект, проблеми їх використання. *Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна*. 2015. Вип. 48. С. 82–87.
  23. Коваль І. Ф. Оцінка вартості компаній: методичні підходи та застосування. *Молодий вчений*. 2017. № 4. С. 665–668.
  24. Заворотній Р. І. Методологія оцінки вартості підприємств, що перебувають у тривалій фінансовій кризі. *Фінанси України*. 2015. № 2. С. 111–126. URL: [https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/27486/Fu\\_2015\\_2\\_9.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/27486/Fu_2015_2_9.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
  25. Кульбач Ю. О. Механізм управління вартістю підприємства. *Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 23. С. 82–86. URL: [http://www.investplan.com.ua/pdf/23\\_2017/16.pdf](http://www.investplan.com.ua/pdf/23_2017/16.pdf)
  26. Гринюк І. М. Управління вартістю підприємства як складова загальної концепції управління: закордонний досвід. *Управління проектами та розвиток виробництва*. 2017. № 2. С. 59–65.
  27. Багацька К. В. Теоретичні основи і практичні аспекти вартісно-орієнтованого підходу в управлінні фінансами. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту*. 2010. Вип. 1 (7). С. 81–87. URL: <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/258/3/12010.pdf>
  28. Захаркін О. О. Фактори формування вартості в контексті вартісно-орієнтованого підходу управління підприємством. *Бізнес Інформ*. 2014. № 7. С. 208–214. URL: [https://www.business-inform.net/export\\_pdf/business-inform-2014-7\\_0-pages-208\\_214.pdf](https://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2014-7_0-pages-208_214.pdf)

## REFERENCES

- Bahatska, K. V. "Kapitalizatsiia pidpriemstva yak kliuchova katehoriia vartisno-orientovanoho upravlinnia" [Enterprise Capitalization as a Key Category of Value Based Management]. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho universytetu. Seriiia «Mizhnarodni ekonomichni vidnosyny ta svitove hospodarstvo»*, is. 3 (2015): 10-13. [http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/3\\_2015ua/4.pdf](http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/3_2015ua/4.pdf)
- Bahatska, K. V. "Teoretychni osnovy i praktychni aspekty vartisno-orientovanoho pidkhdou v upravlinni finansamy" [The Theoretical Foundations and the Practical Aspects of the Value Based Management in Finance]. *Visnyk Skhidnoevropeiskoho universytetu ekonomiky i menedzhmentu*, is. 1 (2010): 81-87. <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/258/3/12010.pdf>
- Chut, M. A. "Kontseptsiiia stratehii vartisno-orientovanoho upravlinnia pidpriemstvom" [The Concept of Cost-Oriented Enterprise Management Strategy]. *Problemy i perspektyvy ekonomiky ta upravlinnia*, no. 1 (2019): 114-121. DOI: 10.25140/2411-5215-2019-1(17)-114-121
- Davydenko, N. M., and Kulbach, Yu. O. "Teoretychni aspekty sutnosti vartosti pidpriemstva" [Theoretical Aspects of the Nature of Enterprise Value]. *Ukrainskyi zhurnal prykladnoi ekonomiky*. vol. 2, no. 2 (2017): 32-38. <http://ujae.wunu.edu.ua/index.php/ujae/article/view/136>
- Davydov, O. I. "Problemy ta perspektyvy zastosuvannia kontseptsii upravlinnia vartistiu pidpriemstv v Ukraini" [Problems and Prospects of the Application of the Enterprise Value-Based Management Concept in Ukraine]. *Marketynh i menedzhment innovatsiim* no. 1 (2016): 170-182. [https://mmi.fem.sumdu.edu.ua/sites/default/files/mmi2016\\_1\\_170\\_182.pdf](https://mmi.fem.sumdu.edu.ua/sites/default/files/mmi2016_1_170_182.pdf)



- Hlotova, D. "Kontseptualni zasady vartisno-orientovanoho upravlinnia pidpriemstvom" [Conceptual Positions of the Value-Based Approach to the Management of an Enterprise]. *Ekonomichnyi analiz*, vol. 3, no. 12 (2013): 76-79.
- Hrapko, N. V. "Vartisno-orientovanyi pidkhdid v upravlinni finansamy pidpriemstv" [Cost-oriented Approach in Enterprise Financial Management]. *Naukovi pratsi KNTU. Seriya «Ekonomichni nauky»*, is. 17 (2010): 224-234. [http://www.kntu.kr.ua/doc/zb\\_17\\_ekon/stat\\_17/35.pdf](http://www.kntu.kr.ua/doc/zb_17_ekon/stat_17/35.pdf)
- Hryniuk, I. M. "Upravlinnia vartistiu pidpriemstva yak skladova zahalnoi kontseptsii upravlinnia: zakordonnyi dosvid" [Enterprise Value Management as a Component of the General Management Concept: Foreign Experience]. *Upravlinnia proektamy ta rozvytok vyrobnytstva*, no. 2 (2017): 59-65.
- Kolos, I. V. "Obgruntuvannya kliuchovykh chynnykiv vartosti pidpriemstva" [Substantiation of Key Factors of Enterprise Value]. *Ekonomika ta derzhava*, no. 11 (2006): 30-32. <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/22143/1/Kolos-2006-5.pdf>
- Kostyrko, L. A., and Kurksa, I. M. "Priorityety formuvannya mekhanizmu vartisno-orientovanoho upravlinnia finansamy pidpriemstv" [Priorities of Formation of the Mechanism of Cost-oriented Management of Finances of the Enterprises]. *Chasopys ekonomichnykh reform*, no. 2 (2018): 58-65.
- Koval, I. F. "Otsinka vartosti kompanii: metodychni pidkhody ta zastosuvannya" [Valuation of Companies: Methodological Approaches and Applications]. *Molodyi vchenyi*, no. 4 (2017): 665-668.
- Kreidych, I. M., and Haharin, A. O. "Problemy ekonomichno orientovanoho upravlinnia rozvytkom pidpriemstva" [The Problems of Value-Oriented Management of Enterprise Development]. *Ekonomichnyi visnyk NTU «KPI»*, no. 13 (2016): 208-212. <https://ela.kpi.ua/bitstream/123456789/18343/1/32Kreidych.pdf>
- Kryvoviaziuk, I. V., and Burban, O. V. "Ekonomichna sutnist poniattia «vartist pidpriemstva» ta determinanty yii zrostannia" [Economic Essence of "Enterprise Value" Concept and Its Growth Determinants]. *Ekonomika ta derzhava*, no. 10 (2020): 99-104. DOI: 10.32702/2306-6806.2020.10.99
- Kulbach, Yu. O. "Mekhanizm upravlinnia vartistiu pidpriemstva" [Mechanism of Management of Enterprise Cost]. *Investytsii: praktyka ta dosvid*, no. 23 (2017): 82-86. [http://www.investplan.com.ua/pdf/23\\_2017/16.pdf](http://www.investplan.com.ua/pdf/23_2017/16.pdf)
- Kushnirenko, O. M. "Udoskonalennia mekhanizmu upravlinnia biznes-protsemy v umovakh posylennia tekhnolohichnykh vyklykiv" [Improving the Mechanism of the Business Process Management in the Context of Increasing Technology Challenges]. *Skhidna Yevropa: ekonomika, biznes ta upravlinnia*, no. 1 (2020): 64-70. DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.24-9>
- Kutsyk, V. I., and Yavtukhavska, I. V. "Metody ta pidkhody do otsinky vartosti pidpriemstva: teoretychnyi aspekt, problemy yikh vykorystannia" [Methods and Approaches to the Company Valuation: Theoretical Aspect, Problems of Their Use]. *Visnyk Lvivskoi komertsinoi akademii. Seriya ekonomichna*, no. 48 (2015): 82-87.
- Levchak, I. Ya. "Vartist pidpriemstva yak kryterii efektyvnosti upravlinnia" [The Value of the Enterprise as the Criterion of Management Efficiency]. *Naukovi visnyk Uzhhorodskoho universytetu. Seriya «Ekonomika»*, is. 1 (2014): 104-108. <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/14759/1/BAPTICTb%20>
- ПІДПРИЄМСТВА%20ЯК%20КРИТЕРІЙ%20ЕФЕКТИВНОСТІ%20УПРАВЛІННЯ.pdf
- Loiko, V. V., and Kalabukhova, A. V. "Otsinka biznesu yak instrument upravlinnia vartistiu pidpriemstva" [Business Valuation as a Tool of Managing Company Value]. *Internauka. Seriya «Ekonomichni nauky»*, no. 8 (2015): 126-130.
- Lukach, A. M., and Stavtyskyi, O. V. "Metody otsinky rynkovoї vartosti pidpriemstva v umovakh suchasnoi ekonomichnoi sytuatsii" [Business Valuation Methods in the Conditions of the Modern Economic Situation]. *Aktualni problemy ekonomiky ta upravlinnia*, is. 12 (2018). <http://ape.fmm.kpi.ua/article/view/130927>
- Nusinova, O. V. "Vartist pidpriemstva yak pokaznyk rezultativ diialnosti" [The Value of the Enterprise as an Indicator of Performance]. *Naukovi visnyk Uzhhorodskoho universytetu. Seriya «Ekonomika»*, is. 2 (2011): 132-135. <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/5338/1/ВАРТІСТЬ%20ПІДПРИЄМСТВА%20ЯК%20ПОКАЗНИК%20РЕЗУЛЬТАТІВ%20ДІЯЛЬНОСТІ.pdf>
- Orlykovskiy, M. O., and Trokoz, D. I. "Novitni kontseptsii upravlinnia efektyvnosti diialnosti suchasnykh pidpriemstv" [The Last Concepts of Performance Management of Modern Enterprises]. *Efektivna ekonomika*, no. 5 (2014). <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3034>
- Rappaport, A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: Free Press, 1998.
- Romanchyshyn, V. O., and Umantsiv, H. V. "Transformatsiia vartosti pidpriemstva v umovakh stanovlennia ekonomiky znan" [Transformation of the Enterprise Cost in Conditions of Knowledge Economics Formation]. *Ekonomichnyi visnyk universytetu*, no. 41 (2019): 57-67. DOI: <https://doi.org/10.31470/2306-546X-2019-41-57-67>
- Shcherban, O. D., and Nevdachyna, I. O. "Teoretychni aspekty vyznachennia sutnosti ta struktury kapitalu pidpriemstva" [Theoretical Aspects of Definition of Nature and Structure of the Capital of an Enterprise]. *Pryazovskiy ekonomichnyi visnyk*, is. 3 (2019): 284-289. [http://pev.kpu.zp.ua/journals/2019/3\\_14\\_uk/49.pdf](http://pev.kpu.zp.ua/journals/2019/3_14_uk/49.pdf)
- Sotnikov, A. V. "Osnovni pidkhody ta metody otsinky vartosti pidpriemstv" [Basic Approaches and Methods of Estimating the Value of Enterprises]. *Visnyk NTU «KPI»*, no. 61 (2015): 70-73. [http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/21666/1/vestnik\\_KhPI\\_2015\\_61\\_Sotnikov\\_Osnovni\\_pidkhody.pdf](http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/21666/1/vestnik_KhPI_2015_61_Sotnikov_Osnovni_pidkhody.pdf)
- Synihovets, O. M. "Suchasni pidkhody do otsinky efektyvnosti diialnosti pidpriemstva" [Modern Approaches to Assessing the Effectiveness of the Enterprise]. *Visnyk NTU «KPI»*, no. 58 (2010): 8-13. [http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/28944/1/vestnik\\_KhPI\\_2010\\_58\\_Synihovets\\_Suchasni.pdf](http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/28944/1/vestnik_KhPI_2010_58_Synihovets_Suchasni.pdf)
- Zakharkin, O. O. "Faktory formuvannya vartosti v konteksti vartisno-orientovanoho pidkhdou upravlinnia pidpriemstvom" [Factors of Value Formation in the Context of Value-oriented Approach to Business Management]. *Biznes Inform*, no. 7 (2014): 208-214. [https://www.business-inform.net/export\\_pdf/business-inform-2014-7\\_0-pages-208\\_214.pdf](https://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2014-7_0-pages-208_214.pdf)
- Zavorotnii, R. I. "Metodolohiia otsinky vartosti pidpriemstv, shcho perebuvaui u tryvalii finansovii kryzi" [Methodology of Valuation of Enterprises Which Are in Long Financial Crisis]. *Finansy Ukrainy*, no. 2 (2015): 111-126. [https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/27486/Fu\\_2015\\_2\\_9.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/27486/Fu_2015_2_9.pdf?sequence=1&isAllowed=y)