

ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

Дубовик Аліна Олександрівна

УДК 336.761(043.3)

**ІНСТРУМЕНТИ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ ЗА ІНДИКАТОРАМИ
РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Спеціальність 08 00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук



Науковий керівник

Внукова Наталія Миколаївна

доктор економічних наук, професор

Харків – 2011

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ ЗА ІНДИКАТОРАМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	13
1.1. Суть поняття та принципи проведення оцінки бізнесу	13
1.2. Визначення інструментів оцінки вартості бізнесу	31
1.3. Характеристика індикаторів ринку цінних паперів України.....	50
Висновки до розділу I.....	65
РОЗДІЛ 2. НАУКОВО-МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКСПРЕС-ОЦІНКИ ВАРТOSTІ БІЗНЕСУ ЗА КЛЮЧОВИМ ЦІНОВИМ МУЛЬТИПЛІКАТОРОМ	69
2.1. Визначення критеріїв відбору об'єктів-аналогів у методах порівняльного підходу.....	69
2.2. Визначення ключового цінового мультиплікатора для проведення експрес-оцінки вартості бізнесу емітентів ринку цінних паперів України ...	81
2.3. Вибір якісних та кількісних показників для розробки методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу	92
Висновки до розділу II.....	105
РОЗДІЛ 3. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ ЗА ІНДИКАТОРАМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	108
3.1. Розробка методики експрес-оцінки бізнесу на основі ключового мультиплікатора.....	108
3.2. Перевірка можливості застосування методики експрес-оцінки для визначення вартості бізнесу	125
3.3. Застосування методики експрес-оцінки бізнесу для прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів	141
Висновки до розділу III	162
ВИСНОВКИ	165
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	171

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Активізація євроінтеграційних процесів в Україні, розвиток міжнародного співробітництва, участь у сфері відносин міжнародного розподілу та виробничій кооперації, залучення іноземних інвестицій в економіку України, вихід вітчизняних підприємств на міжнародні ринки капіталу обумовлюють необхідність впровадження методології оцінки вартості бізнесу та корпоративних прав згідно з міжнародними стандартами для забезпечення відкритості, прозорості та зіставлення показників фінансової звітності суб'єктів господарювання. Особливої актуальності визначення вартості бізнесу набуло зі схваленням Стратегії застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні [181], оскільки основною вимогою зазначених стандартів є щорічна переоцінка активів підприємства за ринковою вартістю.

У процесі реалізації основних напрямів розвитку фондового ринку України повинні бути розроблені методичні рекомендації щодо впровадження механізму оцінки ефективності управління акціонерними товариствами за показниками їх капіталізації на фондових біржах [172]. Пріоритетним завданням Проекту Стратегії розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року є посилення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових установ шляхом підвищення рівня їх капіталізації [219].

Зазначене свідчить про зростання актуальності застосування методів оцінки вартості бізнесу з використанням індикаторів ринку цінних паперів, тобто методів порівняльного підходу.

Можливість реалізації ринкових методів оцінки бізнесу забезпечується схваленням Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні [180], що передбачає якісні зміни, спрямовані на підвищення ємності, капіталізації та ліквідності ринків капіталу, консолідацію інфраструктурних інституцій, підвищення їх ролі у

суспільному та економічному житті, створення передумов для інтеграції української фінансової системи у світовий та європейський фінансово-економічний простір. Стратегія впровадження фінансових інструментів до 2020 року [218], розроблена на замовлення Державного агентства України з інвестицій та інновацій, направлена на створення в Україні повноцінної системи цінних паперів та фінансових інструментів, яка відповідатиме міжнародним стандартам та положенням Директив Європейського Союзу з питань ринків фінансових інструментів.

З метою підвищення ефективності управління корпоративними правами держави в господарських товариствах, у статутному капіталі яких є державна частка, Фондом державного майна України були розроблені критерії, за якими вона оцінюється [163]. До групи критеріїв ефективності прийняття управлінських рішень органами управління об'єкта державної власності включено тенденції зміни вартості активів, що обумовлює зростання важливості оціночних процедур.

Наукові дослідження з питань ціноутворення на ринку капіталу та аналізу цінних паперів, а також використання інформації фондового ринку для оцінки вартості бізнесу знайшли відображення у працях багатьох закордонних та українських науковців – У. Ф. Шарпа, [257], А. Дамодарана [44], Я. Маркуса [158], Н. П. Лебідь [151], І.О. Школьник [262], Н.М. Внукової [26, 27], А.О. Єпіфанова [117], О.М. Костюка [105], О.М. Теліженка [223], В. П. Пантелєєва [155], О. Г. Мендрула [135], Н.А. Щербакової [265] та ін.

Аналіз сучасних досліджень оцінки бізнесу з використанням інформації ринку цінних паперів дозволив виокремити невирішені питання: неоднозначність у трактуванні принципів оцінки бізнесу; недосконалість законодавчого обґрунтування об'єктів оцінки; необґрунтованість підходів до відбору об'єктів-аналогів у методах оцінки порівняльним підходом, відсутність теоретичного обґрунтування застосування окремих цінових мультиплікаторів, що призводить до відхилень вартості бізнесу. Існуючі

методики експрес-оцінки бізнесу характеризуються вузькою специфікою для конкретних галузей, обмежені у використанні для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу.

Вищевикладене обумовило вибір теми дисертаційної роботи, визначило мету, завдання та зміст дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертаційне дослідження відповідає державним пріоритетним напрямкам розвитку фондового ринку України, затвердженим програмами, стратегіями та концепціями Кабінету Міністрів України і Державного агентства України з інвестицій та інновацій (довідка Харківського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) від 26.01.2010 № 165), а також стратегічним питанням розвитку сфери корпоративного управління (довідка регіонального відділення Фонду державного майна України по Харківській області № 01-11546 від 31.12.2009). Окремі положення дисертації увійшли в ініціативні та держбюджетні науково-дослідницькі роботи Харківського національного економічного університету: «Фінансові послуги у забезпеченні становлення кластерних ініціатив транскордонного співробітництва» (номер державної реєстрації 0109U001221); «Сучасні проблеми та перспективи розвитку ринку фінансових послуг» (номер державної реєстрації 0109U007023). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо відходу від галузевого критерію при виборі об'єктів-аналогів у методах порівняльного підходу до оцінки бізнесу; запропоновано науково-методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу та на його основі скорингу акцій.

Мета і завдання дослідження. Метою роботи є розвиток теоретичних підходів та науково-методичного забезпечення, а також розробка практичних рекомендацій щодо оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів. Для досягнення визначеної мети були поставлені такі завдання:

- визначити теоретичні аспекти та методологічні основи процесу оцінки вартості бізнесу;

- обґрунтувати вибір підходу до оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень;
- проаналізувати цінові мультиплікатори як основні інструменти порівняльного підходу до оцінки бізнесу та класифікувати їх за визначеними критеріями;
- визначити основні індикатори ринку цінних паперів, що використовуються в оцінці бізнесу, та їх взаємозв'язок з інструментами оцінки вартості бізнесу;
- встановити значимість впливу критерію галузевої приналежності на розподіл значень цінових мультиплікаторів при реалізації порівняльного підходу до оцінки бізнесу;
- обґрунтувати вибір ключового цінового мультиплікатора, який найбільш прийнятний для оцінки бізнесу на ринку цінних паперів України;
- сформувати систему якісних і кількісних показників для побудови науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі розрахунку ключового цінового мультиплікатора для визначених груп підприємств-емітентів;
- розробити науково-методичне забезпечення для експрес-оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором та обґрунтувати можливість та ефективність його застосування;
- обґрунтувати науково-методичне забезпечення для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу на основі методики експрес-оцінки бізнесу.

Об'єкт дослідження – процеси оцінки бізнесу для прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів.

Предмет дослідження – методичне забезпечення, інструменти оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів.

Методи дослідження. Для вирішення поставлених завдань були використані наступні методи: системного та структурного аналізу (для визначення взаємозв'язку об'єктів оцінки, побудови класифікаційної системи

цінових мультиплікаторів, відбору коефіцієнтів фінансово-економічного стану для формування переліку кількісних показників методики експрес-оцінки бізнесу, розробки алгоритму оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором та алгоритму скорингу акцій за результатами експрес-оцінки бізнесу); аналізу ієрархій (для обґрунтування доцільності орієнтації оціночних процедур з метою прийняття інвестиційних рішень на методи порівняльного підходу); дисперсійного аналізу (непараметричний ранговий критерій Краскела та Уолліса) та кластерного аналізу (агломеративно-ієрархічний і метод К-середніх) для перевірки гіпотези значущості впливу критерію галузевої приналежності на розподіл значень цінових мультиплікаторів; кореляційного аналізу (для вибору ключового цінового мультиплікатора та формування системи кількісних і якісних показників методики експрес-оцінки бізнесу); багатofакторного регресійного аналізу (для побудови моделей експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора); SWOT-аналізу (для обґрунтування ефективності розробки науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу; математичної статистики (для розроблення способу шкального виміру рівня переоцінки або недооцінки бізнесу та прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів).

Наукова новизна одержаних результатів полягає в науковому обґрунтуванні, удосконаленні і розвитку теоретичних підходів та розробці практичних рекомендацій щодо оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів, а саме:

вперше:

- розроблено науково-методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі розрахунку справедливої величини ключового цінового мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів), яке характеризується універсальністю, оскільки спрямоване на оцінку бізнесу як об'єкта інвестування без урахування галузевої

приналежності та надає можливості не лише відбору й оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених активів;

- запропоновано науково-методичний підхід до відбору у процесі оцінки бізнесу об'єктів-аналогів, що робиться на основі двох критеріїв: показника чистого оборотного капіталу та коефіцієнта фінансування без урахування галузевої приналежності об'єкта оцінки, що дозволяє оцінювати бізнес як з позиції об'єкта інвестування, так і на основі критерію галузевої приналежності емітента;

удосконалено:

- систему показників оцінки бізнесу підприємств-емітентів для розрахунку справедливої величини ключового цінового мультиплікатора за критеріями мінімізації фінансових, матеріальних, трудових та ресурсів часу для реалізації процесу оцінки та підвищення оперативності визначення вартості бізнесу;
- методичний підхід до відбору об'єктів інвестування на ринку капіталу на основі побудови шкального виміру відхилення ринкової та справедливої величини ключового цінового мультиплікатора для ідентифікації переоцінених і недооцінених акцій та прийняття інвестиційного рішення з купівлі-продажу-утримання акцій на етапі формування, оперативного моніторингу та управління вартістю портфеля цінних паперів, що на відміну від існуючих методик дає можливість кількісно оцінити величину переоцінки чи недооцінки бізнесу;

набули подальшого розвитку:

- економічний зміст поняття «інструменти оцінки бізнесу» як засобів перетворення вихідної інформації про фінансово-господарський стан підприємства (активи, зобов'язання, доходи, витрати, показники фінансового аналізу, ціна акцій підприємства на фондовому ринку тощо) за

допомогою певних оціночних процедур (дисконтування, капіталізація, індексація, порівняння та ін.) у вартість бізнесу;

- обґрунтування взаємозв'язку інструментів оцінки бізнесу з індикаторами ринку цінних паперів через цінові мультиплікатори, що виступають у двох формах (з одного боку – як інструменти методів порівняльного підходу до оцінки бізнесу, з іншого – як відносні показники капіталізації, що є індикаторами ринку цінних паперів).

Практичне значення одержаних результатів полягає у створенні та реалізації науково-методичного забезпечення оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів, що може застосовуватись не лише для оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених об'єктів інвестування. Результати експрес-оцінки бізнесу можуть бути використані: у роботі ДКЦПФР – для оцінки розвитку фондового ринку та рівня капіталізації підприємств-емітентів; потенційними інвесторами – для реалізації інвестиційного процесу на етапі формування, поточного моніторингу, управління вартістю портфеля цінних паперів.

Практична значимість та можливість застосування суб'єктами оціночної діяльності запропонованої в дисертації методики експрес-оцінки бізнесу підтверджена всеукраїнськими саморегулювальними організаціями оцінювачів: «Українське товариство оцінювачів» (висновок Ради ХТВ УТО від 07.12.2009), «Асоціація фахівців оцінки» (протокол № 2 засідання учбово-методичного комітету АФО від 27.10.2009) та «Спілка оцінювачів України» (висновок Експертної ради від 03.12.2009). Результати визначення ключового цінового мультиплікатора та дослідження впливу галузевого критерію на розподіл емітентів фондового ринку України за показниками їх цінових мультиплікаторів впроваджені у діяльність ПП ТОВ «Бюро Верітас Україна» (акт від 25.03.2009). Розроблена методика експрес-оцінки бізнесу впроваджена у діяльність суб'єктів оціночної діяльності: Харківської товарної біржі (акт від 04.09.2009), ПП «Академія оцінки і права» (акт від

09.09.2009), ТОВ «Консалтингова група «Сван-Консалтинг» (акт від 05.10.2009).

Можливість застосування та практична значимість науково-методичного підходу до відбору об'єктів інвестування на ринку капіталу апробована у ТОВ «Фондова компанія «Івеста» (довідка від 16.09.2009 № 39/03) та ТОВ «Інвестиційна компанія «Бест Селлер» (довідка від 22.10.2009 № 11-45).

Матеріали та результати дисертаційної роботи були використані для вдосконалення теоретико-методичного забезпечення навчального процесу в Харківському національному економічному університеті з дисциплін «Фінансовий ринок» (довідка від 27.11.2009) і «Ринок фінансових послуг» (довідка від 25.11.2009).

Особистий внесок здобувача. Усі положення дисертації, винесені на захист, отримані здобувачем особисто. У працях, опублікованих у співавторстві, особистий внесок здобувача полягає у дослідженні методологічного апарату, уточненні складу принципів оцінки бізнесу, визначенні найбільш поширених цінових мультиплікаторів та розробці їх класифікаційної системи, доведенні відсутності впливу критерію галузевої приналежності на розподіл цінових мультиплікаторів [235]; розробці методичного забезпечення процесу вибору акцій для формування інвестиційного портфеля на основі інструментів оцінки бізнесу – шкали прийняття інвестиційних рішень купівлі-продажу-утримання акцій [27].

Апробація результатів дослідження.

Основні положення і висновки дисертації доповідалися та одержали позитивну оцінку на одинадцяти науково-практичних конференціях: Всеукраїнська міжвузівська наукова студентська конференція «Україна на шляху інтеграції у світовий фінансовий простір» до 100-річчя заснування кафедри фінансів КНЕУ (Київ, 2007 р.); II Міжнародна науково-практичної конференція «Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки» (Сімферополь, 2008); II Міжнародна науково-практичної конференція «Становлення сучасної науки – 2008» (Дніпропетровськ, 2008);

Всеукраїнська науково-практична конференція «Розвиток наукової думки-2008» (Миколаїв, 2008); Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні технології менеджменту: проблеми теорії та практики» (Харків, 2008); Перша Всеукраїнська науково-практична конференція «Сучасні проблеми фінансового моніторингу» (Харків, 2008); Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених та студентів «Глобалізаційно-інтеграційні процеси соціально-економічного розвитку країни» (Харків, 2009); IV Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (Суми, 2009); III Міжнародна науково-практична конференція «Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки» (Тернопіль, 2009); Всеукраїнська науково-практична конференція «Управління фінансами в умовах вступу до СОТ», присвячена 15-річчю фінансового факультету ХНЕУ (Харків, 2009); XII Всеукраїнська науково-практична конференція «Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України» (Суми, 2009).

Окремі положення досліджень за темою дисертації були представлені на Всеукраїнському конкурсі студентських наукових робіт з природничих, технічних і гуманітарних наук у 2007/2008 навчальному році. За результатами II туру конкурсу отримано диплом 1-го ступеня зі спеціальності «Фінанси, грошовий обіг і кредит».

Публікації. Результати дисертації відображено у 21 науковій праці, у тому числі один підрозділ опубліковано у колективній монографії [235], 7 робіт опубліковано в наукових журналах і збірниках наукових праць, визнаних ВАК України фаховими з економіки [50, 52, 55 57, 62, 63, 68], опублікованих у фахових наукових виданнях, 13 публікацій, що додатково відображають наукові результати, подані у препринті [60], статті у щоденному офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [66], 10 тезах доповідей [27, 53, 54, 56, 58, 59, 61, 64, 65, 67], інформаційному листку [51]. Загальний обсяг опублікованих робіт

складає 16,57 друк. арк., з них особисто автору належить 5,79 друк. арк.

Структура й обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 302 найменувань (на 34 сторінках) та 21 додатка (на 203 сторінках). Повний обсяг дисертації становить 407 сторінок машинописного тексту у двох томах (1 том – 204 сторінки, 2 том – додатки на 203 сторінках) та містить 42 таблиці (з них 8 займають окремі сторінки) та 16 рисунків. Обсяг основного тексту – 170 сторінок.



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

РОЗДІЛ 1

**ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ОЦІНКИ
БІЗНЕСУ ЗА ІНДИКАТОРАМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

1.1. Суть поняття та принципи проведення оцінки бізнесу

Оцінка вартості різних об'єктів власності походить з класичної економічної теорії: теорії граничної корисності, факторів виробництва вартості та ін. Принципи та методики оцінки були розроблені у різних країнах із розвинутою ринковою економікою до 40-х рр. ХХ століття. Враховуючи важливе значення незалежної оцінки для нормального функціонування та розвитку економіки, в 50-ті рр. ХХ століття з'явилася самостійна професія оцінювача [153, с. 33].

В Україні оціночна діяльність зародилася в 1991-1992 роках, що було пов'язано з переходом економіки країни на ринкові умови функціонування.

Істотним поштовхом до офіційної появи професії оцінювачів і розвитку оціночної діяльності в Україні багато в чому сприяв початок "малої приватизації", законодавчі основи якої потребували оцінки будинків, споруд, приміщень, цілісних майнових комплексів невеликих державних підприємств, незавершених будівництвом об'єктів і т. ін. Надалі, у зв'язку із приватизацією великих державних підприємств (особливо з переходом до її грошової форми), з'явилася реальна потреба в експертній оцінці бізнесу - діючих підприємств, пакетів акцій (часток, паїв у господарських товариствах відкритого й закритого типів, а також нематеріальних активів) [203].

Існуюча в Україні нормативно-правова база, що регламентує оцінку, затверджені підходи та методологічний апарат основані на міжнародній практиці. Більшість вітчизняних та російських досліджень з даної тематики [11, 19, 31, 72, 135, 151, 152, 153, 196, 222, 249, 250] спрямовані на адаптацію

зарубіжного досвіду оцінки до умов та особливостей функціонування внутрішньої економічної системи.

Метою підрозділу є дослідження теоретичних засад визначення суті оцінки бізнесу та удосконалення принципів її проведення.

Для досягнення поставленої мети було вирішено такі завдання:

1. Виділено ключові поняття, що складають понятійний апарат процесу оцінки та проведено аналіз визначень виділених понять, затверджених на законодавчому рівні.

2. Побудовано систему об'єктів оцінки та визначено зв'язки між її елементами.

3. Визначено можливі види вартості об'єктів оцінки та виокремлено умови їх застосування.

4. Встановлено основних споживачів результатів оцінки бізнесу з виділенням цільової направленості та визначено основні перешкоди для їх застосування інвесторами.

5. Проведено аналіз дисертаційних досліджень за період 2000-2010 рр., присвячених питанням оцінки вартості бізнесу та формуванню і аналізу індикаторів ринку цінних паперів України, та визначено хронологію зміни їх проблематики.

6. Уточнено склад принципів оцінки бізнесу, пов'язаних із ринковим середовищем.

У теорії та практиці фінансового менеджменту дедалі більше домінує концепція управління вартістю підприємства (Value Based Management - VBM). Цей підхід передбачає підпорядкування всіх процесів, які відбуваються на підприємстві, єдиній меті – створенню доданої вартості для інвесторів. Зовнішнім проявом результату цього процесу є зростання вартості підприємства, що інвестори можуть відчувати у разі отримання дивідендів чи зростання ринкового курсу корпоративних прав [224, с. 91-92].

Концепція вартості бізнесу й система управління підприємством на основі вартості для своєї успішної реалізації повинні мати ряд інструментів, що дозволяють цю вартість оцінити з максимальною точністю [153, с. 447].

Таким чином, ключовою категорією та функцією оцінки бізнесу є вартість.

Проблеми, пов'язані з визначенням, методологією оцінки, застосуванням результатів розрахунків вартості, висвітлені в багатьох працях закордонних економістів. Можна відзначити низку імен провідних світових дослідників, які займалися питаннями вартості. У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер та Дж. Б. Бейлі [257], Л. Дж. Гітман і М. Д. Джонк [34], Р. Дж. Хегстром [241] досліджували проблеми інвестування на ринку капіталів, в межах якого провідне місце займає оцінка вартості цінних паперів.

Фішмен Дж., Ш. Прагт, К. Гриффіт і К. Уілсон у своїй фундаментальній праці «Керівництво з оцінки вартості бізнесу» [195] висвітили основні проблеми організації процесу оцінки від підписання договору на оцінку із замовником до оформлення звіту з оцінки бізнесу.

У дослідженнях Е. А. Аткинсона, Р. Д. Банкера, Р. С. Каплана, М. С. Янга [234], Е. С. Хендриксона, М. Ф. Ван Бреди [245], Ч. Хорнгрена, Дж. Фостера, Ш. Датара [244] важливе місце займають питання використання оцінки вартості бізнесу в бухгалтерському обліку.

Особливості оцінки бізнесу при злиттях та поглинаннях, вимір синергетичного ефекту, а також процеси укладення угод на фондовому ринку розглянуті у працях американських економістів Ф. Ч. Еванса та Д. М. Бішопа [268]. В основному, їх дослідження сконцентровані на практичних питаннях оцінки бізнесу закритих компаній.

Ольве Н. Г., Ж. Рой і М. Веттер [147], М. В. Мейер [129], Х. К. Рамперсад і К. Туомінен [185], К. Уолш [232] займалися вивченням ефективності діяльності підприємства на основі показників його вартості.

Лауреати Нобелівської премії Ф. Модільяні та М. Міллер досліджували вплив структури капіталу на вартість бізнесу [140]. У своїй першій статті, опублікованій в 1958 р. вчені ствердили, що ринкова вартість будь-якої фірми не залежить від структури капіталу та визначається виключно її майбутніми доходами.

Праці Асвата Дамодарана є класичними у сфері інвестиційної оцінки [44], оскільки розглядають інструменти та методи оцінки практично будь-якого активу, включаючи такі складні об'єкти як компанії, що надають фінансові послуги, та активи Інтернет-компаній. Крім того, у його публікаціях чітко спостерігається практична направленість викладеного матеріалу, оскільки окрім алгоритмів оцінки приводиться велика кількість прикладів із реального бізнесу.

Оцінка, що проводиться з метою купівлі-продажу компаній або їх підрозділів, та особливо оцінка стратегічних альтернатив на основі вартості бізнесу є областю дослідження професора, викладача корпоративних фінансів університету Ексетера А. Грегорі [42]. У своїх працях науковець розглядає крім основних підходів до оцінки вартості бізнесу опціонний підхід та описує різні види опціонів в оцінці бізнесу.

Вагомий внесок у розробку прикладних аспектів оцінки вартості бізнесу внесли пошуки американських дослідників Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Мурина, які описали особливості оцінки багатопрофільних підприємств та їх бізнес-одиниць, компаній в електронному бізнесі, циклічних компаній, оцінки закордонних підрозділів та компаній за межами США, підприємств в умовах фінансових ринків, що розвиваються, оцінки банків та страхових компаній, а також використання критерію максимізації вартості бізнесу для управління діяльністю підприємства [107].

У публікаціях визнаних фахівців з оцінки бізнесу Т. Л. Уеста та Д. Д. Джонса наданий практичний досвід спеціалістів США у сфері оцінки малого бізнесу різноманітних напрямлень [237].

Спеціалісти великої міжнародної компанії «Ernst & Young», що надає аудиторські та консультаційні послуги більш, ніж у 140 країнах світу, постійно проводять дослідження з удосконалення та розробки нових методів оцінки вартості бізнесу, влаштовують тренінги та семінари з приводу обговорення проблем оцінки [130].

За період 2001-2007 рр. були прийняті основні нормативно-правові акти, що регламентують оцінку бізнесу в Україні: Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [178], Національний стандарт оцінки № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [171] та Методика оцінки майна [166], з 2007 року перелік нормативних документів з оцінки бізнесу не поповнювався.

Найвідомішими українськими та російськими дослідниками проблем оцінки вартості бізнесу є Я. Маркус [158], В. Галасюк [31], О. Г. Мендрул [135], Н. П. Лебідь, В. Ларцев, С. Скринько, Н. Жиленко, В. Пашков [151], Л. Г. Ловінська [121, 120], А. Н. Чиркін [249], С. В. Валдайцев [19], А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Ескіндаров [153], І. А. Єгерев [70], В. Є. Єсіпов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова [72], Ю. В. Козир [96], Н. А. Абдуллаєва, Н. А. Колайко [152], Г. І. Сичова, Є. Б. Колбачов, В. А. Сичов [222], В. М. Рутгайзер [196], Н. Є. Симонова [205], В. В. Царьов, А. А. Кантарович [246], Є. В. Чиркова [250], Н. А. Щербакова [265, 266], В. А. Щербаков [265] та ін.

Основним поняттям дослідження є поняття «оцінка бізнесу». Необхідно зазначити, що понятійний апарат процесу оцінки в Україні є не врегульованим. У національній та закордонній літературі з оціночної діяльності виділяють такі поняття як «оцінка бізнесу» [4, 16, 19, 31, 39, 69, 70, 72, 90, 109, 113, 114, 130, 146, 158, 195, 196, 208, 237, 240, 246, 249, 250, 261, 266], «оцінка вартості підприємства» [12, 35, 49, 78, 101, 108, 126, 127, 131, 135, 152, 153, 184, 205, 220, 222, 224, 225, 226, 265], «оцінка цілісного майнового комплексу» [108, 166, 171], «оцінка власного капіталу підприємства» [44, 94, 107, 204, 227, 253, 255, 268], «оцінка інвестованого

капіталу підприємства» [44, 80, 103, 107, 115], при цьому специфіка кожного з них не обґрунтовується.

Для формування системи об'єктів оцінки було проаналізовано законодавчо затверджені визначення кожного з понять.

Що стосується нормативно-правової бази з регулювання оціночної діяльності в Україні, застосовується поняття «цілісний майновий комплекс», Національний стандарт № 3 має назву «Оцінка цілісних майнових комплексів» [171]. У Національному стандарті № 1 надано наступне визначення цілісного майнового комплексу (ЦМК) – це об'єкт, сукупність активів якого дає змогу провадити певну господарську діяльність. Цілісними майновими комплексами є підприємства, а також їх структурні підрозділи (цехи, виробництва, дільниці тощо), які можуть бути виділені в установленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу і можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності [170]. Таким чином, передумовою створення цілісного майнового комплексу є наявність самостійного балансу.

Частиною 3 статті 66 Господарського Кодексу України визначено, що цілісний майновий комплекс підприємства визнається нерухомістю і може бути об'єктом купівлі-продажу та інших угод [40]. Таким чином, як видно з наведених вище двох понять, існує протиріччя у їх визначенні різними нормативно-правовими актами України, оскільки із визначення Національного стандарту оцінки у склад цілісного майнового комплексу входять усі активи підприємства (рухоме, нерухоме майно та майнові права), а не лише нерухомість, як зазначає Господарський Кодекс України.

Крім визначення цілісного майнового комплексу Національний стандарт № 1 дає поняття «бізнесу» як певної господарської діяльності, яка провадиться або планується для провадження з використанням активів цілісного майнового комплексу [170]. Виходячи з наданого визначення, можна стверджувати, що поняття «бізнес» є ширшим, ніж поняття «цілісний

майновий комплекс», оскільки включає в себе як набір активів, так і проведення господарської діяльності.

Для дослідження поняття «оцінка вартості підприємства» проаналізовано визначення «підприємства». За Господарським Кодексом України – це самостійний суб'єкт господарювання, створений компетентним органом державної влади або органом місцевого самоврядування, або іншими суб'єктами для задоволення суспільних та особистих потреб шляхом систематичного здійснення виробничої, науково-дослідної, торговельної, іншої господарської діяльності. Підприємства можуть створюватись як для здійснення підприємництва, так і для некомерційної господарської діяльності [40].

Для визначення поняття «підприємство» необхідно формулювання поняття «підприємництво» як господарської діяльності, що здійснюється для досягнення економічних і соціальних результатів та з метою одержання прибутку [40].

Аналізуючи наведене вище поняття, можна зробити висновок, що його зміст відповідає змісту поняття «бізнес», оскільки ведення бізнесу також направлене на отримання прибутку.

Таким чином, можна зробити висновок, що поняття «підприємство» має більший об'єм, ніж поняття «бізнес», оскільки до підприємств належать суб'єкти господарювання, які займаються як комерційною, так і некомерційною діяльністю, а бізнес, відповідаючи поняттю «підприємництво», направлений лише на отримання прибутку.

Наступним кроком є аналіз понять «оцінка власного капіталу» і «оцінка інвестованого капіталу».

Виходячи із визначення, наданого у Національному стандарті № 3, інвестований капітал – це сума власного та запозиченого капіталу (довгострокового боргу) цілісного майнового комплексу [171].

Розглядаючи закордонний досвід з оцінки бізнесу [44, 69, 107, 195, 237], оцінювачі виділяють вартість бізнесу для власного капіталу та всього інвестованого капіталу. Кожен з видів вартості має свою методологію оцінки.

У доходному підході грошовий потік розраховується для власного капіталу та фірми, у порівняльному підході також виділяють мультиплікатори для оцінки власного та всього інвестованого капіталу. Необхідно відзначити, що в українському законодавстві з оцінки бізнесу [171] також є поняття грошового потоку для власного капіталу та для інвестованого капіталу, але на практиці практично у всіх випадках розраховується потік для власного капіталу. Крім того, якщо розглядати методологію майнового підходу до оцінки цілісного майнового комплексу, затверджену зазначеним вище Національним стандартом № 3, вартість підприємства прирівнюється до вартості чистих активів (тобто вартість активів підприємства за вирахуванням його зобов'язань), що відповідає вартості власного капіталу.

Таким чином, можна зробити висновок, що в українській практиці оцінки при оцінці вартості цілісного майнового комплексу розраховується вартість власного капіталу підприємства.

Важливо відмітити, що з прийняттям закону України «Про акціонерні товариства» [162] набуло розповсюдження поняття «оцінка корпоративних прав». Відповідно до зазначеного закону корпоративними правами є сукупність майнових і немайнових прав акціонера – власника акцій товариства, які випливають з права власності на акції, що включають право на участь в управлінні акціонерним товариством, отримання дивідендів та активів акціонерного товариства у разі його ліквідації відповідно до закону, а також інші права та правомочності, передбачені законом чи статутними документами.

Таким чином, можна зробити висновок, що поняття «оцінка корпоративних прав» розширює зміст поняття «оцінка власного капіталу», уточнюючи, які саме права має власник корпоративних прав.

Узагальнення взаємозв'язку об'єктів оцінки з виділенням ключових елементів надано на рис. 1.1.



Рис. 1.1. Взаємозв'язок об'єктів оцінки

З рис. 1.1. видно, що підприємством може бути суб'єкт, який володіє активами (оцінка цілісного майнового комплексу) та може провадити господарську діяльність з метою отримання прибутку (оцінка бізнесу). При цьому, як джерело фінансування може бути власний (корпоративні права акціонерів) і позиковий капітал.

Маркус Я. І. [158, с. 51] ідентифікує поняття «оцінка бізнесу» як процес визначення вартості майнового комплексу ділового підприємства або пов'язаних з ним інтересів (прав) із застосуванням сукупності підходів, методів та оціночних процедур, що забезпечують процес збору і аналізу даних, обґрунтування вибору бази оцінки та методології оцінки, проведення розрахунків і оформлення результатів оцінки.

Основною категорією, що визначає функцію оцінки, є категорія «вартість». Відповідно до Національного стандарту № 1 вартість – це еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей

(найбільшій сумі грошей, яку може отримати продавець та може погодитися сплатити покупець) [170].

Особливу увагу на визначенні вартості бізнесу звертають Ю. Брегхен і Л. Гапонські [16], розкриваючи, що ринкова вартість бізнесу, по суті, ґрунтується на ринковій вартості активів, що обумовлюється здатністю активів приносити дохід. Виходячи з цього визначення, можна зробити висновок, що активи і зобов'язання є базовими елементами, які формують вартість бізнесу, при цьому цінність бізнесу ґрунтується на активах, які залежать від їхньої прибутковості.

Власенко А. [23, с. 26] серед основних факторів, що визначають вартість бізнесу, називає рентабельність, стійкість, перспективи подальшого росту, ступінь ліквідності, підписані контракти на збут готової продукції, наявність ліцензій і сертифікатів, впізнаваність бренду, персонал підприємства. Такий перелік факторів має місце і при оцінці інвестиційної привабливості підприємства.

Галасюк В. [31, с. 84] довів теорему G1B, яка формулюється наступним чином: вартість бізнесу визначається її моментальною вартістю і очікуваннями з приводу зміни її моментальної вартості у майбутньому. Аналізуючи формулювання даної теореми, можна зробити висновок, що дослідник об'єднав витратний і доходний підходи для оцінки бізнесу. Моментальна вартість бізнесу визначається на основі ретроспективних даних про діяльність підприємства (метод чистих активів), а очікування з приводу зміни моментальної вартості в майбутньому – це в чистому вигляді доходний підхід до оцінки вартості бізнесу, за допомогою якого інвестор може отримати інформацію про можливу віддачу від інвестування коштів у даний вид бізнесу.

Гольцберг М. і Хасан-Бек Л. [39, с. 51] вважають, що цінність бізнесу, як і будь-якого іншого активу, визначається тільки за його реальною ринковою вартістю. Якщо максимізацію вартості визначити як цільову функцію розвитку бізнесу, то в кожний конкретний момент виникає

запитання, що вище – вартість ліквідації підприємства чи вартість в умовах продовження роботи. Якщо вартість ліквідації вище вартості продовження діяльності, то цінність бізнесу визначається вартістю ліквідації усіх його активів. Якщо навпаки, то цінність бізнесу визначається вартістю у відповідний період часу всіх майбутніх доходів від бізнесу.

У практиці оцінки виділяють різні види вартості, які характеризуються власними особливостями розрахунку та застосування. У табл. 1.1 наведені характеристики існуючих видів вартості за Національними та Міжнародними стандартами оцінки та виділені особливості їх використання [139, 170].

Таблиця 1.1

Характеристика видів вартості

Вид вартості	Характеристика	Умови використання
Ринкова	Вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу	Для оцінки неспеціалізованого майна, що має відкритий ринок продажу
Спеціальна	Сума ринкової вартості та надбавки до неї, яка формується за наявності нетипової мотивації чи особливої заінтересованості потенційного покупця (користувача) в об'єкті оцінки	Для конкретного існуючого чи потенційного власника об'єкту оцінки
Інвестиційна	Вартість, визначена з урахуванням конкретних умов, вимог та мети інвестування в об'єкт оцінки	Для оцінки інвестиційних проектів
Вартість у використанні	Вартість, яка розраховується виходячи із сучасних умов використання об'єкта оцінки і може не відповідати його найбільш ефективному використанню	Для оцінки об'єктів, зміна власників і умов використання яких не планується
Вартість ліквідації	Вартість, яку очікується отримати за об'єкт оцінки, що вичерпав корисність відповідно до своїх первісних функцій	Для оцінки майна, фізичний знос якого більший 80 %:
Ліквідаційна	Вартість, яка може бути отримана за умови продажу об'єкта оцінки у строк, що є значно коротшим від строку експозиції подібного майна, протягом якого воно може бути продане за ціною, яка дорівнює ринковій вартості	Для оцінки об'єктів в умовах прискореного продажу (заставного майна)
Вартість заміщення	Визначена на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) нового об'єкта, подібного до об'єкта оцінки, який може бути йому рівноцінною заміною	Для оцінки спеціалізованого майна, що не має відкритого ринку продажу
Вартість відтворення	Визначена на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) в сучасних умовах нового об'єкта, який є ідентичним об'єкту оцінки	Для оцінки спеціалізованого майна, що не має відкритого ринку продажу

Основним видом вартості, що використовується в оцінці бізнесу, є ринкова вартість, характеристика якої надана автором у табл. 1.1. Це доводиться поділом усіх можливих видів вартості на ринкову та інші види вартості, відмінні від ринкової.

Оцінка вартості бізнесу завжди має цільову направленість, яка визначається замовником оцінки (суб'єкт, зацікавлений у результатах оцінки). Суб'єктів фінансових відносин, зацікавлених у результатах оцінки вартості бізнесу можна поділити на наступні групи:

1) підприємство-емітент (у результатах оцінки можуть бути зацікавлені як акціонери, так і керівництво товариства, при чому з різною метою);

2) органи державного управління (регулятором майнових відносин об'єктів державної власності є Фонд державного майна України, комунальної власності – обласні та міські управління. Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [178] затверджені випадки обов'язкового проведення оцінки майна);

3) інвестори (можуть виступати компанії з управління активами, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, інші підприємства, зацікавлені в розширенні бізнесу, приватні інвестори);

4) фінансові установи за виключенням інвесторів (банки, кредитні спілки, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії).

Для кожної з наведених груп споживачів характерна власна цільова направленість застосування результатів оцінки бізнесу, що представлено автором у табл. 1.2.

З табл. 1.2 видно, що результати оцінки вартості бізнесу охоплюють досить широке коло споживачів та характеризуються різноманітною цільовою спрямованістю застосування результатів оцінки.

З огляду на розвиток інвестиційних процесів в Україні, виходу українських підприємств-емітентів на міжнародні фондові ринки, необхідності залучення закордонних інвестицій особливої актуальності набуває розробка методичного забезпечення оцінки бізнесу для

інвестиційних цілей – прийняття рішень з купівлі-продажу акцій підприємств-емітентів, формування оптимальної структури портфелю цінних паперів, поточного моніторингу стану фондового ринку.

Таблиця 1.2

Характеристика цільової направленості оцінки бізнесу в залежності від споживачів її результатів

Споживач результатів оцінки	Мета оцінки
Підприємство-емітент	Купівля-продаж акцій підприємства-емітента
	Розподіл сукупної вартості між групою власників
	Розробка інвестиційного проекту розвитку підприємства
	Оцінка ефективності управління підприємством (VBM –Value Based Management)
	Стратегічне планування розвитку підприємства
	Здійснення угод злиття-поглинання
	Передача бізнесу в довірче управління
Органи державного управління	Створення підприємств (господарських товариств)
	Реорганізація, банкрутство, ліквідація підприємств
	Виділення або визначення частки майна у спільному майні, в якому є державна частка (частка комунального майна)
	Визначення вартості внесків учасників та засновників господарського товариства
	Приватизація та інше відчуження у випадках, встановлених законом, оренди, обміну, страхування державного майна, майна, що є у комунальній власності, а також повернення цього майна на підставі рішення суду
	Переоцінки основних фондів для цілей бухгалтерського обліку
	Оподаткування майна
	Визначення збитків або розміру відшкодування
	В інших випадках за рішенням суду або у зв'язку з необхідністю захисту суспільних інтересів
	Застава державного та комунального майна
Інвестори	Прийняття інвестиційних рішень із купівлі-продажу пакетів акцій об'єктів інвестування
	Порівняння ефективності інвестування з іншими об'єктами інвестицій за вартісним критерієм
	Формування оптимальної структури інвестиційного портфелю
Фінансові установи за виключенням інвесторів	Страхування майна підприємства (визначення дійсної вартості майна для цілей страхування)
	Надання кредитів під заставу майна підприємства (визначення заставної вартості предмету застави)
	Визначення кредитоспроможності позичальника
	Прийняття бізнесу в довірче управління

До основних проблем, що виникають у інвесторів при реалізації вартісних критеріїв для прийняття управлінських рішень, можна віднести наступні:

а) високі фінансові витрати, пов'язані із залученням кваліфікованих оцінювачів (визначення вартості одного підприємства-емітента – це окремий звіт про оцінку);

б) достатньо довгий часовий період (у середньому, оцінка вартості бізнесу одного підприємства займає час від двох до шести тижнів у залежності від складності об'єкту оцінки);

в) неможливість самостійного застосування інвесторами (дана перешкода обумовлена декількома причинами – по-перше, складністю розрахунків, можливість здійснення яких потребує спеціальної підготовки, по-друге, відсутністю доступу до інсайдерської інформації, адже для проведення оцінки бізнесу за комплексними підходами – майновим, доходним, порівняльним – необхідна велика кількість внутрішньої інформації підприємства).

Таким чином, для вирішення зазначених проблем необхідною є розробка методичного забезпечення оцінки бізнесу, що базується на відкритій інформації (річній звітності емітентів), доступного для самостійного використання інвесторами та направлено на економію ресурсів часу і фінансових ресурсів.

Автором був проведений аналіз українських та російських дисертаційних досліджень за період 2000-2010 рр., присвячених проблемам методології оцінки, вартісно-орієнтованому управлінню підприємством (табл. А.1) та визначенню й аналізу індикаторів ринку цінних паперів (табл. А.2).

За результатами табл. А.1 можна прослідкувати хронологію зміни предметної області та проблематики досліджень, що стосуються вартості підприємства. Якщо у період 2000-2002 рр. наукові пошуки були сконцентровані на розв'язанні проблем визначення вартості підприємств для

процесу приватизації, державного регулювання вартості підприємств [78, 145], при чому більша увага приділялась методам майнового та доходного підходу, то сферою подальших вивчень стали процеси управління вартістю бізнесу [98, 110, 134, 150], використання результатів оцінки бізнесу для стратегічного управління підприємством [27, 263] та визначення факторів, що впливають на її зміну [32, 114, 120, 225].

Аналізуючи табл. А.2, можна зробити наступний висновок: у період 2000-2002 рр. предметом дисертаційних досліджень, присвячених індикаторам ринку цінних паперів, у більшій мірі є моделі прийняття інвестиційних рішень, що базуються на результатах технічного аналізу фондового ринку (курсової динаміки цінних паперів) [36, 37, 78, 110, 124, 138, 193]. Із 2003 р. по 2008 р. проблемне коло зосереджене на питаннях визначення особливостей розвитку ринку цінних паперів України [128, 189, 230, 256], аналізу індикаторів для оцінки рівня його розвитку [38, 255, 262] та розробки методичного забезпечення формування та управління портфелем цінних паперів на основі фундаментального аналізу [5, 242, 248].

За результатами аналізу останніх досліджень з питань, пов'язаних з оцінкою вартості бізнесу в Україні, були встановлені наявні протиріччя в обґрунтуванні принципів оцінки бізнесу, пріоритетності використання того чи іншого підходу розрахунку.

Вартість бізнесу залежить від великої кількості факторів. Принципи оцінки дозволяють урахувати найбільш значимі з них, відображуючи тенденцію економічної поведінки суб'єктів ринкових відносин [265].

У табл. 1.3 надана узагальнююча інформація, що стосується переліку та змісту принципів, на основі яких проводиться оцінка вартості бізнесу.

За результатами табл. 1.3 можна зробити висновок про відсутність чіткого формулювання принципів, на базі яких повинна ґрунтуватися оцінка бізнесу. Якщо Я. Маркус [158], А. Слипачук [208] і Національний стандарт № 1 [170] ототожнюють принцип внеску і граничної продуктивності, то А. Г. Грязнова [153] і В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова [265] розділяють їх

як два різні принципи, а В. Є. Єсіпов використовує принцип віддачі, що збільшується чи зменшується [72] замість граничної продуктивності, крім того зазначені економісти додають ще принципи залишкової продуктивності та збалансованості факторів виробництва [72, 153, 265]. Принцип оптимального розміру (масштабу) [72] по суті включає в себе принципи регресії та прогресії [153, 265], а принцип мінливості [158], що враховує зміну вартості бізнесу в залежності від факторів зовнішнього та внутрішнього середовища включає принцип зовнішніх змін [233, 265].

Таблиця 1.3

Узагальнена характеристика принципів оцінки бізнесу

Принцип	Зміст принципу
1	2
Корисності [72, 153, 158 170, 208, 265]	Можливість бізнесу приносити дохід власнику
Попиту і пропонування [72, 153, 158 170, 208, 233, 265]	Вартість бізнесу встановлюється в залежності від співвідношення попиту та пропонування на ринку
Заміщення [72, 153, 158 170, 208, 233, 265]	Максимальна вартість бізнесу визначається найменшою ціною, за яку може бути придбаний інший об'єкт з еквівалентною корисністю
Очікування (передбачення) [72, 153, 158 170, 208, 233, 265]	Вартість бізнесу визначається розміром економічних вигод, які очікуються від володіння, користування, розпорядження ним
Внеску [72, 153, 158 170, 208, 233, 265]	Залучення будь-якого додаткового активу в систему бізнесу економічно доцільно, якщо отриманий приріст його вартості більше витрат на придбання цього активу
Залишкової продуктивності [72, 153, 265]	Підприємство буде мати вищу вартість, якщо земельна ділянка здатна забезпечувати вищий дохід або якщо його місце розташування дозволяє мінімізувати витрати
Граничної продуктивності [153, 265] (віддачі, що збільшується чи зменшується [72])	При збільшенні факторів виробництва чиста віддача має тенденцію збільшуватись із більш високими темпами, ніж витрати, однак після досягнення визначеного рівня темпи зростання уповільнюються
Найбільш ефективного використання [72, 153, 158 170, 208, 233, 265]	Врахування можливих способів використання бізнесу за умови технічно можливих, юридично дозволених та економічно доцільних змін
Мінливості [158], зміни вартості [153, 233], принцип зміни [72]	Вартість бізнесу змінюється з часом і залежить від змін, що відбуваються на ринку (зовнішні фактори) або що пов'язані із змінами стану самого бізнесу (внутрішні фактори)
Збалансованості (пропорційності) [72, 153, 233, 265]	Будь-якому виду виробництва відповідає оптимальне сполучення факторів виробництва, при яких досягається максимальна вартість підприємства

Продовження табл. 1.3

1	2
Відповідності [72, 153, 233, 265]	Підприємство, яке не відповідає вимогам ринку за оснащеністю виробництва, технологією, рівнем доходності та ін., матиме меншу вартість
Оптимального розміру (масштабу) [72]	Будь-який фактор виробництва повинен мати оптимальний розмір
Регресії [153, 265]	Для підприємства, що характеризується надлишковими поліпшеннями відповідно до діючих ринкових умов, ринкова вартість буде нижчою реальних витрат
Прогресії [153, 265]	За рахунок функціонування сусідніх об'єктів, що покращують інфраструктуру, ринкова ціна бізнесу буде вищою
Конкуренції [72, 153, 233, 265]	Вартість бізнесу залежить від рівня конкурентної боротьби на ринку
Залежності від зовнішнього середовища [153, 233] (зовнішніх змін [265]), залежності [72]	Вартість бізнесу залежить від стану зовнішнього середовища, рівня політичної та економічної стабільності в державі та ін.; залежить від багатьох факторів і само підприємство впливає на вартість об'єктів, що оточують його
Економічного розподілу [153, 265] (економічного розподілу та поєднання майнових прав власності [72])	Майнові права необхідно розділяти й поєднувати таким чином, щоб збільшувалась загальна вартість бізнесу
Розумної обережності оцінок [208]	Оцінювач повинен критично ставитись до всієї інформації, яка стає відомою йому від адміністрації підприємства та за можливістю перевіряти цю інформацію, звертаючись до незалежних джерел
Альтернативності оцінок [208]	Необхідність використання різних методів оцінки та порівняння показників вартості, отриманих в результаті реалізації альтернативних методів

Деякі дослідники поділяють усі принципи оцінки на три групи [72, 153] – принципи, пов'язані з: 1) уявленням власника про майно; 2) ринковим середовищем; 3) експлуатацією майна.

Щербаков В. А., Щербакова Н. А. [265] замість групи принципів, пов'язаних з експлуатацією, виділяють принципи, що відображують компоненти об'єкту, при цьому принцип найкращого та найбільш ефективного використання відокремлюють в окрему групу як синтез попередніх трьох груп.

Оскільки сферою дисертаційного дослідження є оцінка бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів, особливу увагу слід сконцентрувати на групі принципів, що пов'язані з ринковим середовищем – це принципи:

- 1) залежності від зовнішнього середовища [153, 233] (зовнішніх змін [265]) та принцип мінливості [158];
- 2) конкуренції [72, 153, 233, 265];
- 3) попиту і пропонування [72, 153, 158 170, 208, 233, 265];
- 4) відповідності [72, 153, 233, 265];
- 5) регресії і прогресії [153, 265] (оптимального розміру (масштабу) [72]);
- 6) економічного розподілу [72, 153, 265].

Внаслідок узагальнення та систематизації існуючих принципів оцінки бізнесу автором визначено базові принципи, на яких повинні ґрунтуватися інструменти оцінки вартості бізнесу з використанням індикаторів ринку цінних паперів:

1. Принцип відповідності фінансово-економічних показників. Підбір об'єктів-аналогів необхідно проводити на базі основних фінансово-економічних показників, що відповідають показникам об'єкту оцінки. Даний принцип є симбіозом принципів регресії та прогресії (оптимального розміру) та принципу відповідності.

2. Принцип попиту і пропонування. При розрахунку цінових мультиплікаторів необхідно враховувати ціни продажу та купівлі цінних паперів, що можуть значно відрізнятися.

3. Принцип доступності інформації. Оцінка ринкових мультиплікаторів об'єктів-аналогів повинна ґрунтуватися на відкритій інформації про торги на фондовій біржі та фінансову звітність емітентів.

4. Принцип залежності. Значення мультиплікаторів залежать від факторів внутрішнього та зовнішнього середовища, при цьому необхідно виділення ключових показників, що слугуватимуть індикаторами можливої зміни. Даний принцип включає принципи зовнішніх змін та конкуренції.

5. Принцип синергії. Вартість бізнесу (100-процентного пакету) завжди буде вищою, ніж сумарна вартість дрібних пакетів, оскільки має місце синергетичний ефект, пов'язаний з правами контролю діяльності підприємства.

Таким чином, у результаті проведених досліджень визначено особливості побудови системи об'єктів оцінки в Україні (цілісний майновий комплекс, бізнес, підприємство, власний та інвестований капітал). Охарактеризовано існуючі види вартості та умови їх використання у процесі оцінки бізнесу. Автором визначено споживачів результатів оцінки бізнесу з виділенням цільової направленості їх застосування та виокремлено основні проблеми, пов'язані з використанням результатів оцінки для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу. За результатами аналізу дисертаційних досліджень, присвячених питанням оцінки вартості бізнесу та визначенню й аналізу індикаторів ринку цінних паперів, встановлено хронологію зміни кола проблемних питань. Визначено принципи, на яких повинна базуватися методика експрес-оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів.

Наступним етапом дослідження є аналіз інструментарію оцінки бізнесу та обґрунтування вибору підходу, застосування якого є найбільш доцільним в умовах прийняття рішень на ринку капіталу.

1.2. Визначення інструментів оцінки вартості бізнесу

Аналіз публікацій у періодичних виданнях [11, 31, 39, 126, 184, 266] та дисертаційних досліджень [78, 98, 114, 120, 134, 145, 150, 154, 225] за останнє десятиріччя дозволяє зробити висновок про відсутність узгодженої думки щодо доцільності використання різних методів оцінки бізнесу.

Метою підрозділу є аналіз методологічного апарату оцінки бізнесу та обґрунтування використання методів порівняльного підходу для його експрес-оцінки.

Для досягнення поставленої мети було вирішено наступні завдання:

1. Проаналізовано існуючі традиційні та модифіковані підходи до вартісної оцінки бізнесу та проведено огляд існуючих методик експрес-оцінки бізнесу.

2. Визначено інструменти оцінки бізнесу в межах трьох підходів – доходного, порівняльного та майнового та виділено із них ті, для застосування яких використовуються індикатори ринку цінних паперів.

3. З використанням методу аналізу ієрархій доведено доцільність застосування методів порівняльного підходу для оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу.

4. Виділено основні проблеми, пов'язані із застосуванням методів порівняльного підходу до оцінки бізнесу в умовах функціонування ринку цінних паперів України, та запропоновано шляхи їх вирішення.

5. Надано аналіз цінових мультиплікаторів до оцінки вартості бізнесу методами порівняльного підходу та визначено найбільш поширені види мультиплікаторів.

6. Побудовано класифікацію цінових мультиплікаторів за встановленими класифікаційними ознаками.

Відповідно до чинного законодавства [170] та Міжнародних стандартів оцінки [139] методи оцінки вартості підприємства використовують у межах трьох підходів: майновий (заснований на визначенні вартості чистих активів), дохідний (основою підходу є процедури капіталізації чи дисконтування різних видів доходів) та порівняльний або ринковий підхід (вартість бізнесу визначається, виходячи з ринкових цін на акції аналогічних компаній).

На початку 80-х років XX століття був розроблений підхід до оцінки бізнесу на основі опціонного ціноутворення – модель Блека-Шоулза, сутність якої полягає у створенні еквіваленту опціону з комбінації витрат на придбання звичайної акції та позикових коштів [196].

У результаті аналізу досліджень, пов'язаних з оцінкою вартості бізнесу [19, 31, 44, 72, 153, 158, 196, 249, 265] було узагальнено існуючий методологічний апарат розрахунку ринкової вартості бізнесу. На рис. 1.2. надано склад методів оцінки вартості бізнесу за майновим, доходним і порівняльним підходами та гібридними моделями.

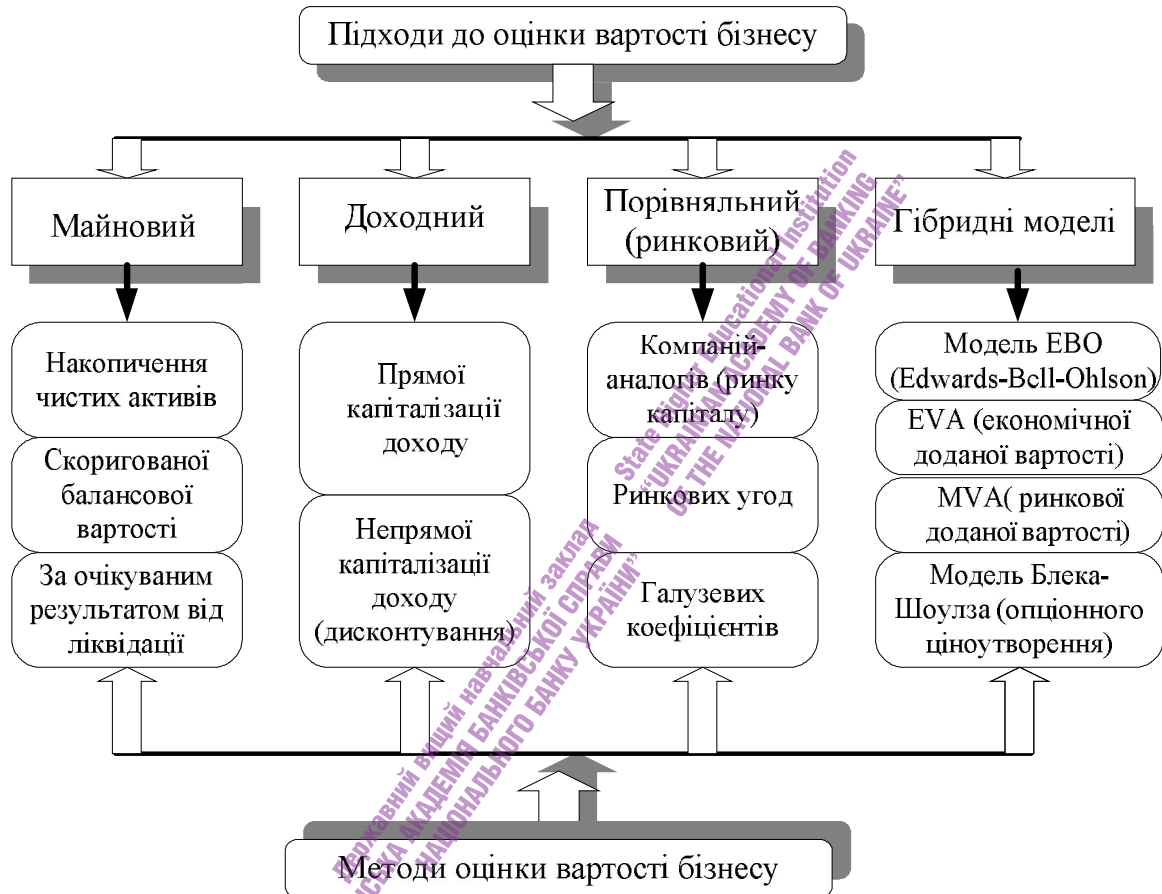


Рис. 1.2. Методологічний склад оцінки вартості бізнесу

Автором зазначено, що поряд з методиками визначення вартості бізнесу, основаними на проведенні комплексних розрахунків, прогнозуванні майбутньої діяльності чи пооб'єктній оцінці всіх активів підприємства [4, 27, 35, 48, 73, 78, 93, 108, 110, 138, 225, 263, 266] останнім часом все частіше пропонуються методики експрес-оцінки вартості підприємства, засновані на ключових факторах її формування [7, 12, 94, 98, 114, 208, 254, 255, 273].

Слипачук А. для експрес-оцінки бізнесу самостійно власником пропонує плановий нерозподілений прибуток помножити на коефіцієнт 5, а якщо підприємство знаходиться на стадії зростання і прогнозується

продовження такого зростання принаймні декілька років, то застосовується коефіцієнт (мультиплікатор) 6 [208]. Автором встановлено, що дані коефіцієнти є значеннями ринкового мультиплікатора Р/Е (відношення ринкової капіталізації до величини прибутку підприємства).

Іншим варіантом є процедура експрес-оцінки вартості бізнесу, коли величина прибутку помножується на коефіцієнт 2,2727, що враховує стандартні показники, такі як 10% прибутку від інвестицій, прожитковий мінімум 30 % прибутку власника і сплату капітального боргу та відсотків за державним боргом, яка дорівнює 25%, що пропонує багатoproфільна міжнародна компанія, що надає послуги в туристичному, фінансовому та банківському секторах «American Express» [273, с. 38].

Запропонований коефіцієнт також є уособленням мультиплікатору Р/Е, але у даному випадку його величина більша, ніж удвічі нижча [208].

Необхідно зазначити, що дані методики експрес-оцінки не є універсальними, адже вказані значення мультиплікаторів не доведені розрахунково, крім того, враховуючи умови формування прибутку на українських підприємствах, коли більшість з них мають збитки, така оцінка взагалі не прийнятна.

Божко В. П. та Синько Г. С. була розроблена модель експрес-оцінки бізнесу на прикладі підприємств харчової промисловості з урахування трьох ключових показників: рівень розвитку харчової промисловості за регіонами України, коефіцієнт віддаленості підприємства від обласного центру та період функціонування бізнесу [12]. Основним недоліком вказаної моделі є відсутність показників операційної діяльності підприємства (обсяги виробництва, реалізації продукції), що у відповідності з нормативними документами з оцінки бізнесу [171] мають більший вплив на вартість підприємства як бізнесу.

Белашев В. для формування інструментів управління вартістю компанії виділяє ключові фактори вартості – обсяг продажу, прибуток від основної діяльності, оборотність капіталу [7].

Кобзиста О. О., досліджуючи вплив макроекономічних факторів на формування вартості акціонерного капіталу дійшла висновку, що коливання загальноринкової кон'юнктури, відображене в системі макроекономічних показників (рівень інфляції, темпи зростання ВВП, зростання доходів населення та ін.) не дозволяє сформувавши чіткої моделі математичної залежності вартості акціонерного капіталу від складових макроекономічного середовища. Тому, для визначення перспективної вартості акціонерного капіталу країни оптимальним стає створення економетричної моделі з урахуванням одного із наявних чинників, кореляційна залежність якого із шуканим показником буде найвищою, а саме рівнем валового внутрішнього продукту країни [94].

Курочкіною І. Г. була розроблена методика оцінки розрахунково-компонентної вартості бізнесу металургійних і коксохімічних підприємств, яка на відміну від існуючих синтезує вплив кількісних і якісних компонент, ґрунтується на використанні багатofакторного кореляційно-регресійного аналізу та забезпечує об'єктивність у визначенні недооцінення або переоцінення ринкової вартості їх бізнесу. Науковець пропонує проводити розрахунок вартості бізнесу на основі рівняння регресії ринкової вартості підприємства залежно від двох компонент: фінансового стану (зокрема, коефіцієнт рентабельності активів) та масштабу бізнесу, який характеризується обсягом реалізованої продукції та розраховується як дохід (виручка) від реалізації продукції [114].

Шапран Н. С. побудована модель визначення прогностного коридору руху курсів акцій на основі оцінки прогностного діапазону показника співвідношення між ціною акції та обсягом продажів на акцію компанії (P/S), який є особистим для кожної компанії [255].

Таким чином, за результатами огляду теоретичних досліджень з оцінки вартості бізнесу встановлено, що останнім часом набули розповсюдження моделі експрес-оцінки бізнесу, у більшості з яких результиуючим показником є абсолютна величина його вартості.

Предмет дослідження дисертаційної роботи потребує визначення поняття «інструменти оцінки бізнесу». Національний стандарт № 1 [170] визначає лише такі поняття як методичні підходи (загальні способи визначення вартості майна, які ґрунтуються на основних принципах оцінки); методи оцінки (способи визначення вартості об'єкта оцінки, послідовність оціночних процедур якого дає змогу реалізувати певний методичний підхід) та оціночні процедури (дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінку).

Для визначення інструментів оцінки бізнесу та виділення із них тих, що базуються на використанні інформації ринку цінних паперів попередньо проведено аналіз поняття «інструмент».

Тлумачний словник С. І. Ожегова дає наступне визначення поняттю «інструмент» – «засіб, спосіб, що застосовується для досягнення будь-чого та пізнання» [228].

Інші тлумачення поняття «інструмент» мають такий зміст:

- а) прилади, пристрої, пристосування, що застосовуються у науці й техніці для різних вимірів та інших операцій [13];
- б) засоби для виміру та інших операцій [272];
- в) засіб для досягнення поставленої мети [214];
- г) технологічне оснащення, призначене для впливу на предмет праці з метою зміни його стану [214].

Враховуючи специфіку оціночних процедур та аналізуючи базові тлумачення поняття «інструмент», можна визначити поняття «інструменти оцінки бізнесу» як засоби перетворення вихідної інформації про фінансово-господарський стан підприємства (активи, зобов'язання, доходи, витрати, показники фінансового аналізу, ціна акцій підприємства на фондовому ринку, тощо) за допомогою певних оціночних процедур (дисконтування, капіталізація, індексація, порівняння та ін.) у вартість бізнесу.

Аналізуючи законодавчо затверджений понятійний апарат оцінки бізнесу, можна стверджувати, що запропоноване поняття «інструмент оцінки

бізнесу» близьке за змістом до поняття «оціночні процедури». Головною відмінністю цих понять є те, що в основі оціночних процедур покладена безпосередня дія, а інструменти оцінки – це ті засоби, за допомогою яких ця дія здійснюється.

У табл. 1.4. автором представлено інструменти, що використовуються у підходах до оцінки вартості бізнесу та визначено ті з них, що базуються на використанні індикаторів ринку цінних паперів [19, 42, 44, 69, 195, 261].

Таблиця 1.4

Інструменти оцінки бізнесу

Підхід до оцінки бізнесу	Оціночні інструменти	Використання інформації ринку цінних паперів
Доходний	Модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу	-
	Модель чистого грошового потоку для власного капіталу	Розрахунок ставки дисконтування за моделлю CAPM (модель оцінки капітальних активів)
	Модель дисконтування дивідендів	
	Модель на основі скоригованої приведеної вартості	-
Порівняльний (ринковий)	Доходні мультиплікатори	Ринкова вартість власного (ринкова капіталізація) або інвестованого капіталу
	Мультиплікатори, розраховані на основі грошового потоку	
	Мультиплікатори, розраховані на основі активів	
Майновий	Коефіцієнти приведення витрат на заміщення або відтворення подібного об'єкту до поточної вартості	-
	Розрахунок вартості чистих активів	-
	Розрахунок ймовірного результату ліквідації підприємства	-

За результатами табл. 1.4 можна зробити висновок, що найбільшим чином ринкову інформацію відображають інструменти порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу (цінові мультиплікатори).

Вибір підходу та відповідного методу оцінки вартості бізнесу залежить від багатьох факторів, серед яких основними є мета оцінки, наявність достатньої вихідної інформації, організаційно-правова форма об'єкту оцінки.

Майновий та доходний підхід до оцінки бізнесу може застосовуватись не залежно від форми організації підприємства. Оціночні процедури порівняльного підходу відрізнятимуться в залежності від організаційно-правової форми бізнесу:

1. Якщо об'єктом оцінки є приватне підприємство або товариство з неакціонерною формою організації, у такому разі застосовується метод галузевих коефіцієнтів.

2. У разі організації бізнесу в акціонерній формі, доцільно застосовувати методи компаній аналогів та ринкових угод, при цьому звертаючи увагу на тип акціонерного товариства – приватне чи публічне. При оцінці приватного товариства порівняльним підходом (на основі подібних аналогів, що є публічними акціонерними товариствами) обов'язковим є застосування до визначеної вартості знижки на закритість компанії, що враховує можливі труднощі з реалізацією корпоративних прав приватного товариства у порівнянні з публічним.

Для обґрунтування вибору підходу до оцінки бізнесу, найбільш прийняттого для використання з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу, було проведено ранжування аналізованих підходів з використанням методу аналізу ієрархій.

Найбільш прийнятним і поширеним методом для аналізу ієрархій є метод Т. Сааті (МАІ - метод аналізу ієрархій) [198]. Цей метод є найбільш доцільним, оскільки дозволяє врахувати різні точки зору учасників та прийти до узгодження у процесі обговорення.

Аналіз можна проводити за двома основними етапами. За першим кроком проводиться формулювання пріоритетів кожного учасника, визначення середніх оцінок та рівня їх узгодженості. За другим – відбувається оцінка пріоритетів у процесі проведення загальної дискусії та отримання консенсусної оцінки. МАІ дозволяє визначити пріоритети учасників, базуючись на їх «нечітких» порівняннях та аналізі, тобто перейти від суб'єктивно-якісної до об'єктивно-кількісної оцінки.

Шкала балів за методикою Т. Сааті [198] визначається цілими непарними числами від 1 до 9 включно. Значення бальних оцінок надане у табл. 1.5.

Таблиця 1.5

Шкала оцінювання за методикою Т.Сааті

Бал	Значення
1	Параметри рівносильні
3	Перший параметр має незначну перевагу
5	Перший параметр переважає
7	Перший параметр має значну перевагу
9	Перший параметр має безсумнівну перевагу

Для оцінки також можуть використовуватися інші цілі числа у діапазоні, вказаному у табл.1.5 як проміжні оцінки.

Матриця оцінок заповнюється з використанням правила:

$$a_{ij} = \frac{1}{a_{ji}}, \quad (1.1)$$

де a_{ij} – елемент матриці i -го рядка j -го стовпця.

Вектор спрямованості розраховується за формулою (1.2):

$$(x_1, x_2, \dots, x_n) = \left(\frac{\sum_{j=1}^n a_{1j}}{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_{ij}}, \dots, \frac{\sum_{j=1}^n a_{nj}}{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_{ij}} \right), \quad (1.2)$$

де a_{ij} – елемент матриці i -го рядка j -го стовпця.

Обґрунтування доцільності застосування того чи іншого підходу до оцінки бізнесу проведено за наступними критеріями:

- 1) часовий інтервал, необхідний для проведення оціночних процедур;
- 2) врахування ринкової інформації про формування цін на подібне майно;
- 3) можливість врахування перспектив розвитку об'єкту оцінки;

4) відображення поточного фінансового стану підприємства-емітента, що є об'єктом оцінки;

5) обсяг внутрішньої інформації, необхідний для реалізації підходу до оцінки бізнесу.

Оцінка компонент вектору пріоритетів з урахуванням цільової направленості результатів оцінки бізнесу (для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу) надана в табл. 1.6.

Таблиця 1.6

Оцінка компонент вектору пріоритетів критеріїв порівняння

Критерій	1	2	3	4	5	Вага критерію
1	1,0	2,0	1,0	4,0	5,0	0,345
2	0,5	1,0	0,5	3,0	3,0	0,194
3	1,0	2,0	1,0	5,0	2,0	0,300
4	0,3	0,3	0,2	1,0	5,0	0,100
5	0,2	0,3	0,5	0,2	1,0	0,061

За результатами табл. 1.6, видно, що найбільшу значимість для обґрунтування вибору підходу до оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень є критерій 1 (часовий інтервал, необхідний для проведення оціночних процедур) (34,5 % значимості), на другому місці знаходиться критерій 3 (можливість врахування перспектив розвитку об'єкту оцінки) – 30,0 %, на третьому – критерій 2 (врахування ринкової інформації про формування цін на подібне майно) – 19,4 %.

Критерієм погодженості суджень експертів є відношення погодженості, що розраховується як відношення індексу погодженості та значення випадкової погодженості в залежності від розмірності матриці (для матриці з 5 елементів значення випадкової погодженості дорівнює 1,12). Думки експертів вважаються погодженими, якщо значення відношення погодженості менше 10 % [198]. У проведених розрахунках значення відношення погодженості дорівнює 8,3 %, що свідчить про достатньо високий рівень погодженості суджень експертів.

У табл. 1.7 наведено розрахунок векторів локальних пріоритетів для аналізованих підходів до оцінки бізнесу за кожним із визначених критеріїв.

Таблиця 1.7

Визначення векторів локальних пріоритетів для аналізованих підходів до оцінки бізнесу

Підхід до оцінки бізнесу	Доходний	Порівняльний	Майновий	Вектор спрямованості
1	2	3	4	5
1. Часовий інтервал, необхідний для проведення оціночних процедур				
Доходний	1	0,2	5	0,207
Порівняльний	5	1	9	0,735
Майновий	0,2	0,111	1	0,058
2. Врахування ринкової інформації про формування цін на подібне майно				
Доходний	1	0,143	0,2	0,072
Порівняльний	7	1	3	0,649
Майновий	5	0,333	1	0,279
3. Можливість врахування перспектив розвитку об'єкту оцінки				
Доходний	1	5	7	0,731
Порівняльний	0,2	1	3	0,188
Майновий	0,143	0,333	1	0,081
4. Відображення поточного фінансового стану підприємства-емітента, що є об'єктом оцінки				
Доходний	1	0,5	0,25	0,143
Порівняльний	2	1	0,5	0,286
Майновий	4	2	1	0,571
5. Обсяг внутрішньої інформації, необхідний для реалізації підходу до оцінки бізнесу				
Доходний	1	0,333	5	0,279
Порівняльний	3	1	7	0,649
Майновий	0,2	0,143	1	0,072

За результатами табл. 1.7 видно, що за 1-м, 2-м та 5-м критерієм найбільш доцільним для застосування з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу є порівняльний підхід до оцінки вартості бізнесу.

У табл. 1.8 надано розрахунок вагомості кожного з аналізованих підходів до оцінки бізнесу з урахуванням цільової направленості результатів оцінки для прийняття інвестиційних рішень.

Визначення найбільш пріоритетного підходу до оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень

Критерії	1	2	3	4	5	Пріоритетність підходу до оцінки бізнесу за рівнем вагомості
	Підходи до оцінки	0,345	0,194	0,300	0,100	
Доходний	0,207	0,072	0,731	0,143	0,279	0,336
Порівняльний	0,735	0,649	0,188	0,286	0,649	0,504
Майновий	0,058	0,279	0,081	0,571	0,072	0,160

За результатами табл. 1.8 можна зробити висновок, що з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу найбільш доцільним є застосування порівняльного (ринкового) підходу до оцінки бізнесу.

Отже, за умови необхідності скорочення часу на проведення поглибленого аналізу підприємства, підвищення швидкості прийняття інвестиційних рішень та орієнтації на ринкові механізми ціноутворення з урахуванням поточного фінансового стану підприємства-емітента зростає актуальність орієнтації оціночних процедур на методи порівняльного підходу.

Як було зазначено на рис. 1.2, основними методами порівняльного (ринкового) підходу оцінки вартості бізнесу є метод компаній-аналогів (ринку капіталу), метод ринкових угод та метод галузевих коефіцієнтів.

Метод ринку капіталу ґрунтується на припущенні про рівноцінність ринкової вартості підприємства його ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю.

Ринкова капіталізація визначається як добуток ринкового курсу однієї акції акціонерного товариства, що існує або може бути створене на базі оцінюваного цілісного майнового комплексу, на загальну кількість акцій такого товариства [170]. Таким чином, для даного методу базою розрахунку є котировки акцій на фондовій біржі.

Метод ринкових угод ґрунтується на припущенні про еквівалентність ринкової вартості підприємства цінам продажу подібних підприємств. Як

базовий показник для зазначеного методу застосовуються ціни продажу та ціни пропонування подібних об'єктів або ціни продажу та ціни пропонування їх корпоративних часток, що характеризуються певними правами контролю [170]. Частіше за все даний метод використовується при купівлі-продажу контрольного пакету акцій або підприємства в цілому. Можливість використання цього методу обумовлюється наявністю інформації про угоди купівлі-продажу пакетів акцій або проведені процедури із злиття-поглинання компаній з аналогічними інвестиційними характеристиками.

Метод галузевих коефіцієнтів або метод галузевих співвідношень базується на використанні співвідношень, що рекомендуються, між ціною й певними фінансовими параметрами. Галузеві коефіцієнти розраховані на основі тривалих статистичних спостережень спеціальними дослідницькими інститутами за ціною продажу підприємства і його найважливішими виробничо-фінансовими характеристиками. У результаті узагальнення були розроблені досить прості формули визначення вартості оцінюваного підприємства.

Ціна підприємства роздрібної торгівлі формується таким способом: 0,75 - 1,5 від величини чистого річного доходу збільшується на вартість устаткування й запасів, якими володіє оцінюване підприємство [153, 265].

Аналізуючи практичне застосування певних методичних підходів до оцінки бізнесу в Україні, можна зробити висновок, що найбільшого розповсюдження набули методи доходного та майнового підходу. В той час, як за кордоном більшої популярності серед безпосередньо оцінювачів та осіб, зацікавлених у результатах оцінки, набув порівняльний (ринковий) підхід. Така ситуація обумовлена рядом причин, пов'язаних із економічними труднощами розвитку ринку цінних паперів України. До основних проблем застосування порівняльного (ринкового) підходу до оцінки бізнесу в умовах функціонування фондового ринку України можна віднести наступні:

1. За умови підбору об'єктів аналогів, спираючись на критерій галузевої приналежності, постає проблема обмеженості кількості об'єктів

порівняння (деякі галузі представлені на фондовому ринку у кількості 1-2 підприємств, що є недостатнім для можливості об'єктивного оцінювання) та високої варіації їх вартісних показників.

2. Відбір об'єктів аналогів на основі галузевого критерію потребує проведення різноманітних коректувань вартості аналогів, що пов'язано з наявністю можливих відмінностей в умовах функціонування об'єкта аналога та об'єкта оцінки. Аналіз практичного застосування подібних коректувань дає змогу зробити висновок про їх значну суб'єктивність, що може стати причиною неадекватного результату оцінки.

3. Відсутнє обґрунтування застосування того чи іншого цінового мультиплікатора, що призводить до можливих відхилень у вартості бізнесу (вартість бізнесу, розрахована за допомогою різних мультиплікаторів може відрізнятись у рази). Крім того застосування деяких із цінових мультиплікаторів взагалі є не можливим (мова йде про мультиплікатори, розраховані на основі прибутку підприємства – в умовах збитковості їх значення буде від'ємним, що суперечить сутності поняття вартості).

Таким чином, для уникнення зазначених вище проблем необхідним є вирішення наступних завдань:

1. Перевірити доцільність застосування галузевого підходу при відборі об'єктів-аналогів у методах порівняльного підходу до оцінки бізнесу.

2. Провести обґрунтування вибору найбільш доцільного (ключового) цінового мультиплікатора для оцінки вартості підприємств-емітентів в умовах функціонування фондового ринку України.

3. У разі можливості відмови від застосування критерію галузевої приналежності при відборі аналогів, визначити базові показники, що можуть бути покладені в основу проведення відбору об'єктів порівняння.

4. Розробити науково-методичне забезпечення оцінки вартості бізнесу на основі визначеного ключового цінового мультиплікатора за умови дотримання критеріїв економії фінансових та часових ресурсів і можливості самостійного застосування інвесторами.

5. З огляду на визначену пріоритетну цільову направленість результатів оцінки бізнесу (для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу), визначену в п. 1.1, розробити науково-методичне забезпечення скорингу акцій.

Для можливості вирішення перших двох завдань необхідним є наукове дослідження основних інструментів порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу – цінових мультиплікаторів.

Відповідно до Національного стандарту оцінки № 3 [171] мультиплікатор – це коефіцієнт, що розраховується шляхом ділення ціни продажу (пропонування) подібного підприємства або його ринкової капіталізації на відповідний фінансово-економічний або інший показник, що характеризує його діяльність.

Використання ринкових мультиплікаторів базується на двох припущеннях:

- а) оцінка компанії ринком не залежить від кількості її акцій;
- б) ринок однаково оцінює акції великих і малих компаній, якщо вони подібні за умовами інвестування [250, с. 18].

Для подальшого аналізу існуючих ринкових мультиплікаторів треба зазначити, що всі вони відрізняються базою розрахунку (знаменник коефіцієнту), в чисельнику завжди буде ринкова ціна акції – P (price) або ринкова капіталізація підприємства – MCap (market capitalization), якщо визначається вартість власного капіталу підприємства, або ринкова вартість підприємства (чи контрольного пакету акцій) за даними ринку угод – EV (enterprise value), якщо розраховується вартість всього інвестованого капіталу об'єкта оцінки.

Узагальнюючу інформацію за результатами аналізу мультиплікаторів, що використовуються у практиці вітчизняних та закордонних оцінювачів бізнесу з виділенням груп мультиплікаторів, наведено автором у табл. 1.9.

Цінові мультиплікатори оцінки вартості бізнесу

База мультиплікатора	Позначення	Ціновий мультиплікатор	Посилання
1	2	3	4
Доходні мультиплікатори			
Чистий обсяг продажу (виручка від реалізації продукції)	S (sales), R (revenue)	P/S, EV/S	[44, 72, 130, 153, 158, 195, 196, 237, 249, 250, 265, 268]
Прибуток до оподаткування	PBT (profit before tax), EBT (earnings before tax)	P/PBT, EV/PBT	[19, 72, 153, 158, 195, 196, 249, 250, 265]
Прибуток після оподаткування	E (earnings)	P/E	[19, 42, 44, 72, 130, 153, 195, 196, 237, 249, 250, 265, 268]
Прибуток після оподаткування з урахуванням темпів зростання	E/g (earnings growth)	P/E/g	[44, 250]
Прибуток до виплати процентів, податків та нарахування амортизації	EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization)	EV/EBITDA	[42, 44, 130, 153, 250, 265, 268]
Прибуток до виплати процентів і податків	EBIT (earnings before interest and tax)	EV/EBIT	[42, 44, 130, 153, 158, 250, 265, 268]
Прибуток до виплати процентів після нарахування податків	EBIAT (earnings before interest after tax)	EV/EBIAT	[44, 153, 250, 265]
Операційний прибуток	OP (operating profit)	EV/OP	[130, 237]
Операційний прибуток після виплати податків	NOPLAT (net operating profit less adjusted tax), NOPAT (net operating profit after tax)	EV/NOPLAT, EV/NOPAT	[153, 250, 265]
Дивіденди	DIV (dividends)	P/DIV	[72, 153, 195, 237, 249, 250, 265]
Мультиплікатори, засновані на грошовому потоці			
Валовий грошовий потік	GCF (gross cash flow)	P/GCF	[19, 42, 72, 153, 195, 196, 237, 249, 250, 265, 268]
Чистий грошовий потік від операційної діяльності	FOCF (free operating cash flow)	P/FOCF	[196, 249, 250]
Чистий грошовий потік компанії	FCFF (free cash flow to the firm)	EV /FCFF	[130, 196, 249, 250]

Продовження табл. 1.9

1	2	3	4
Чистий грошовий потік акціонерів	FCFE (free cash flow to equity)	P/FCFE	[130, 196, 249, 250]
Мультиплікатори, засновані на активах			
Балансова вартість активів	BVA (book value of assets)	EV/BVA (EV/A)	[44, 72, 130, 153, 195, 196, 250, 265]
Балансова вартість чистих активів (акціонерного капіталу)	BVE (book value of equity), NAV (net active value)	P/BVE (P/BV), P/NAV, MCap/BV	[72, 130, 153, 158, 195, 196, 237, 250, 265, 268]
Балансова вартість інвестованого капіталу (власний капітал та довгостроковий борг)	IC (invested capital)	EV/IC	[42, 44, 130, 153, 250, 265, 268]
Вартість необоротних активів	PP&E (property, plant and equipment)	EV/PP&E	[250]
Вартість заміщення чистих активів	Q Тобіна (за ринковою вартістю чистих активів)	EV/Q	[44, 250]

За результатами табл. 1.9. можна зробити висновок, що найбільш поширеними мультиплікаторами для оцінки вартості бізнесу є: P/S, EV/S, P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/DIV, P/GCF, EV/BVA, MCap/BV, EV/IC. Необхідно відзначити, що використання мультиплікаторів P/DIV і P/GCF є ускладненим, оскільки базою розрахунку P/DIV є дивідендні виплати, а більшість акціонерних товариств, акції яких котируються на фондовій біржі не виплачують дивіденди власникам цінних паперів. Стосовно мультиплікатора P/GCF, для розрахунку величини грошового потоку необхідна інформація відносно майбутніх потреб підприємства у чистому оборотному капіталі, що потребує комплексних розрахунків за ретроспективними даними та прогнозу майбутніх потреб для кожного підприємства, підвищуючи тим самим трудомісткість процесу оцінки.

Як видно з табл. 1.9, існує велика кількість різноманітних мультиплікаторів, що використовуються в оцінці вартості бізнесу методами порівняльного підходу. Для формування упорядкованої системи мультиплікаторів необхідно проведення їх класифікації.

Деякі дослідники [72, 153, 195] поділяють всі мультиплікатори на моментні (розраховуються на конкретну дату – частіше це мультиплікатори, розраховані на базі вартості активів) та інтервальні (розраховують за конкретний період – доходні мультиплікатори та мультиплікатори, розраховані на базі грошового потоку).

Чиркова О. виокремлює мультиплікатори, розраховані на фінансовій базі, та натуральні мультиплікатори (використовуються для оцінки специфічних підприємств) – як база розрахунку може використовуватися потужність підприємства, обсяг виробництва в тонах, видобуток в тонах, запаси видобування, тонно-км перевезення вантажів, кількість клієнтів та ін. [130, 237, 250]. Крім того, науковець розділяє мультиплікатори, розраховані за поточною вартістю акцій та майбутньою (прогнозованою) вартістю, а також мультиплікатори, що враховують темпи зростання підприємства. Натуральні мультиплікатори, які виділяє О. Чиркова співпадають із специфічними секторними мультиплікаторами А. Дамодарана [44].

Таким чином, ці економісти виділяють у своїх дослідженнях окремі групи мультиплікаторів без формулювання класифікаційних ознак.

На рис. 1.3. надано розроблену автором класифікацію цінних мультиплікаторів за наступними критеріями: часовий період базового показника, вид базового показника, зміст базового показника, джерело інформації, тип цінного показника, вид оцінюваних прав власності, сфера застосування, розрахунок бази мультиплікатора.

Необхідно відзначити, що важливим у побудові кожного з мультиплікаторів є збереження принципу відповідності бази розрахунку і цінного показника – якщо як цінний показник використовується ринкова капіталізація, то за базу мультиплікатора повинен бути використаний показник, що відповідає вартості власного капіталу (прибуток, вартість чистих активів, дивідендні виплати), який повинен враховувати виплачені проценти за довгостроковими боргами.

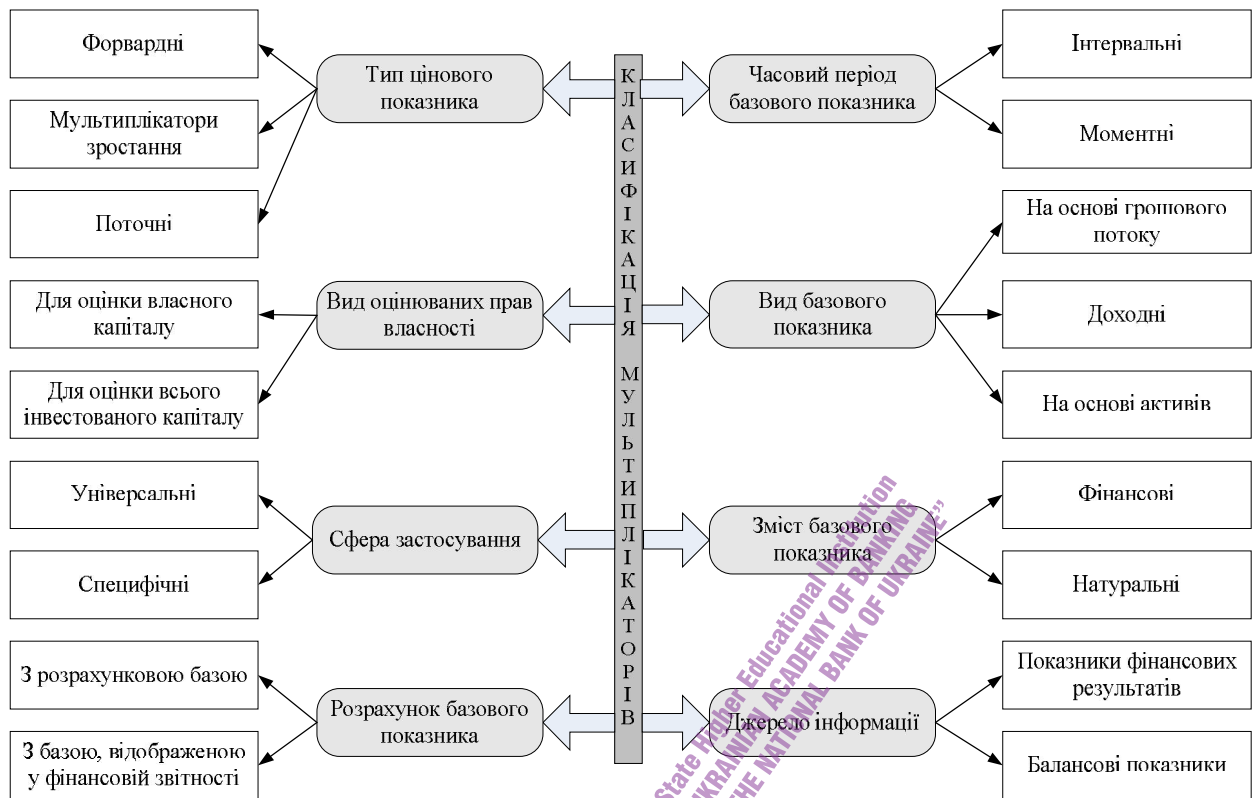


Рис. 1.3. Класифікація цінних мультиплікаторів

Якщо у чисельнику мультиплікатора приймається вартість бізнесу, то за базу необхідно використовувати показники, що відповідають вартості всього інвестованого капіталу (прибуток до виплати процентів та податків, прибуток до виплати процентів, податків та нарахування амортизації, балансова вартість активів підприємства та ін.), тобто до вирахування коштів на обслуговування довгострокового боргу.

У останній час отримали розповсюдження мультиплікатори із змішаною структурою [44], особливо такі показники стосуються активів підприємства в якості фінансової бази. Виключення становлять мультиплікатори, розраховані на базі виручки – вони використовуються як для оцінки власного, так і всього інвестованого капіталу.

Таким чином, у результаті проведених досліджень визначено основні інструменти, що застосовуються для оцінки бізнесу в межах трьох підходів (доходний, порівняльний та майновий) та виокремлено із них ті, що ґрунтуються на використанні інформації ринку цінних паперів. З

використанням методу аналізу ієрархій доведено доцільність орієнтації оціночних процедур для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу на методи порівняльного (ринкового) підходу до оцінки вартості бізнесу. Автором проведено аналіз інструментів порівняльного підходу (цінових мультиплікаторів) та побудовано їх класифікацію за визначеними ознаками.

Наступним етапом дослідження є виокремлення основних індикаторів ринку цінних паперів та встановлення їх взаємозв'язку з інструментами оцінки бізнесу.

1.3. Характеристика індикаторів ринку цінних паперів України

Ринок цінних паперів є багатофункціональною системою, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку громадян за рахунок володіння і вільного розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин [82]. Розвиток цивілізованого інвестиційного процесу в економіці України, подальше проведення ринкових реформ неможливі без створення ефективно працюючого фондового ринку, який має забезпечувати реалізацію національних інтересів України та сприяти зміцненню її економічного суверенітету.

Як зазначено в п. 1.2, більшою мірою методи порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу ґрунтуються на використанні інформації ринку цінних паперів.

Метою підрозділу є визначення основних індикаторів фондового ринку України та проведення аналізу умов його функціонування відповідно до визначених індикаторів.

Для досягнення поставленої мети було вирішено наступні завдання:

1. Проаналізовано базові концепції аналізу та класичні теорії ціноутворення на ринку акціонерного капіталу.

2. Визначено основні показники, що можуть виступати індикаторами в умовах функціонування ринку цінних паперів України за результатами теоретичних досліджень.

3. Проведено аналіз поточного стану розвитку фондового ринку України відповідно до визначених індикаторів за даними інформації фондової біржі ПФТС [84].

4. Встановлено взаємозв'язок інструментів оцінки бізнесу та індикаторів ринку цінних паперів.

Використання ринкової інформації про цінні папери для оцінки бізнесу методами порівняльного підходу ґрунтується на проведенні аналізу ринку акцій. В економічній теорії виділяють два напрямки аналізу акцій – фундаментальний та технічний аналіз [17, 34, 97, 106, 231, 241, 257, 258, 259].

Технічний аналіз, засновником якого вважається Ч. Доу, спрямований на вивчення динаміки цін з використанням графіків трендів і спеціальних технічних індикаторів для прогнозування майбутніх цін акцій [97, 241].

Основою фундаментального аналізу є виділення зовнішніх і внутрішніх факторів, що впливають на формування ринкової ціни акції. В її основу покладено аналіз фінансового стану емітента, котрими в Україні можуть виступати публічні акціонерні товариства, відповідно до [162]. На проведенні фундаментального аналізу базується концепція внутрішньої вартості, сформульована Б. Грехемом і Д. Доддом в 1934 р. [257, 106], суть якої полягає в тому, що в різні моменти часу вартість акції і її поточна ринкова ціна можуть відрізнятись. Внутрішня вартість акції, її ще називають інвестиційна або справедлива вартість, є розрахунковою величиною, що визначається на основі базових характеристик оцінюваного об'єкта як альтернативної інвестиції. Внутрішню вартість акцій товариств, що котируються на біржі, визначають для ідентифікації переоцінених або недооцінених цінних паперів з метою побудови інвестиційної стратегії.

Таким чином, вартість бізнесу, визначена на основі ринкової інформації про цінні папери, фактично базується на розрахунку внутрішньої

вартості акцій. Розробка базових моделей оцінки вартості, аналізу ефективності інвестицій ґрунтуються на використанні фундаментального аналізу акцій.

Аналіз цінних паперів (як технічний, так і фундаментальний) базується на концепції інформаційної ефективності [17, 34, 231, 257], відповідно до якої ефективним вважається ринок, ціни на якому в будь-який момент часу відображають всю наявну інформацію і практично миттєво реагують на появу нової інформації, тому на ефективному ринку немає істотно недооцінених або переоцінених акцій.

Виділяють три рівні ефективності ринку [48].

а) слабка, коли ринкові ціни відображають тільки ретроспективні дані щодо ринкових цін у минулому;

б) середня (або помірна) – ринкові ціни відображають не тільки інформацію про ціни в минулому, але й всю загальнодоступну інформацію, опубліковану для інвесторів (у першу чергу – фінансові звіти);

в) сильна – ринкові ціни відображають абсолютно всю існуючу інформацію щодо певного активу із всіх можливих джерел, включаючи ринкові очікування інвесторів.

Аналіз літературних джерел, присвячених дослідженню функціонування ринку цінних паперів та формуванню ціни на фондові активи [17, 34, 44, 106, 159, 231, 257], дозволяє зробити висновок про присутність великої кількості класичних теорій ціноутворення на ринку капіталу.

У табл. 1.10 автором наведено базові теорії ціноутворення акціонерного капіталу та їх застосування в оцінці бізнесу.

Таким чином, з табл. 1.10 можна зробити висновок, що методи порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу ґрунтуються на теорії внутрішньої вартості акцій, яка визначається рівнем ризику й доходності цінного папера.

Аналіз використання класичних теорій ціноутворення на ринку капіталу в оцінці бізнесу

Автор теорії	Назва теорії	Суть теорії	Застосування в оцінці бізнесу
Б. Гре-хем, Д. Додд	Теорія внутрішньої вартості акцій [106, 257]	Ринкова ціна в різні періоди може відрізнятися від внутрішньої (центральної) вартості акції, що має бути доведена активами, доходами, дивідендами, перспективами й властивостями управління конкретного підприємства	Дана теорія використовується у методах порівняльного підходу при підборі об'єктів порівняння
Г. Мар-ковіц	Теорія портфеля [17, 257]	В основу теорії покладені методологічні принципи статистичного аналізу й оптимізації співвідношення рівня ризику й доходності ризикових інструментів фінансового інвестування	Використовується у методах порівняльного підходу при формуванні переліку об'єктів порівняння способом формування такої структури інвестиційного портфеля з акцій об'єктів-аналогів, яка б відповідала рівню ризику й доходності акцій об'єкта оцінки
М. Міл-лер, Ф.Моді-льяні	Теорія структури і вартості капіталу [140]	Ринкова вартість будь-якого підприємства не залежить від структури його капіталу, а визначається винятково майбутніми доходами. Дана теорема була трансформована в теорію середньозваженої вартості капіталу, суть якої заключається в побудові такої структури капіталу, що забезпечувала б мінімальну вартість його залучення із джерел власних і позикових коштів	Модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – weight average capital costs) застосовується при розрахунку ставки дисконтування з використанням вільного грошового потоку для інвестованого капіталу
У. Шарп, Дж. Лінтер	Теорія ціноутворення фінансових активів [44, 257]	Модель ризику і доходності У. Шарпа називають однофакторною або ринковою моделлю, яка базується на розрахунку коефіцієнта бета, що відповідає за ступінь ризикованості акцій конкретного підприємства в порівнянні з середньоринковим ризиком	Модель вартості капітальних активів (CAPM – capitl assets price model) використовується при розрахунку ставки дисконтування для власного капіталу
С. Росс	Теорія арбітражного ціноутворення [44, 34, 257]	Альтернативою моделі CAPM вважається модель арбітражного ціноутворення (багатофакторна модель), що пояснює залежність ринкової доходності цінних паперів від різних факторів.	Використовується при розрахунку ставки дисконтування для власного капіталу

Для встановлення показників, що можуть використовуватись як індикатори в умовах функціонування ринку цінних паперів України, першочергово було визначено поняття «індикатор». Відповідно до словника економічних, банківських та фінансових термінів [210], індикатор (від лат. *indicator* – вказівник) – це орієнтуючий економічний показник, вимірювач, що дозволяє у визначеній мірі передбачати, в якому напрямку слід очікувати розвиток економічних процесів. «Індикатор фондового ринку» – агрегований індекс динаміки поточних ринкових цін, що відбивають стан кон'юнктури фондового ринку щодо окремих його сегментів [209].

Маліч Л.А. під індикаторами ринку цінних паперів розуміє сукупність різного роду рейтингів та індексів [124]. Такої ж думки дотримується Шаравара Р.І., який запропонував чотирьохфазне трактування процедури розробки будь-якого індексу, що відображає реальну ситуацію на фінансовому ринку: визначення середньої ринкової ціни акцій чи облігацій того чи іншого емітента; з'ясування вагових коефіцієнтів, із якими ціни акцій входять до формули індексу; визначення переліку цінних паперів, ціни яких підсумовуються; коригування індексу при змінах розрахункової бази і списку підприємств [256].

Предметом дослідження Романової В.С. є стала сукупність теоретичних, методичних і практичних проблем, пов'язаних із застосуванням системи індикаторів фондового ринку України [193]. Дослідником запропоновано понятійне визначення «індикатору фондового ринку» в контексті специфіки ринків, що розвиваються, як показника, що використовується для оцінки стану та динаміки фондового ринку. Крім того проведено поділ індикаторів фондового ринку на індивідуальні (визначають кількісну та якісну оцінку окремих цінних паперів і професійних учасників фондового ринку) та інтегральні (служать для отримання інформації про стан ринку цінних паперів в цілому або окремих його сегментів – ринку акцій, облігацій, векселів та ін. – а також про якісний стан інфраструктури ринку). Романовою В.С. обґрунтовано основні методичні засади розробки

індикаторів фондових ринків на підставі використання методів оцінки ринкових характеристик цінного паперу (обсяг угод, укладених по даному цінному паперу, доходність, ліквідність, ризикованість, ємність ринку даного цінного паперу), метода ринкової капіталізації емітента (ціна, дивіденд на акцію, дохід на вкладений капітал та ін.) та рівнозваженого метода котирувальних параметрів цінних паперів [193].

Глуцевським В.В. розроблено метод динамічного управління портфелем цінних паперів, який порівняно з іншими методами дозволяє моделювати стратегію вибору оптимальних термінів проведення операцій купівлі-продажу цінних паперів в короткостроковому інтервалі часу, спираючись на сигнали спеціально побудованих індикаторів [36]. Науковець підкреслює, що стосовно конкретного ринку або цінного паперу необхідна побудова індикатора, що найбільш вдало прогнозує ситуацію, але які конкретно показники використані за індикатори фондового ринку не указано. Технічні індикатори стану ринку використовують для визначення найімовірнішого розвитку подій [36].

Рекуненко І.І. виділяє показник обігу цінних паперів на вторинному ринку як своєрідний індикатор, який свідчить про ступінь економічного розвитку [189].

Марахов К.С. розробив модель функціонування ринку корпоративних цінних паперів в Україні, яка базується на методі ймовірно-автоматного моделювання і дозволяє досліджувати рух основних параметрів ринку протягом прогнозованого періоду у динаміці і з врахуванням випадкових факторів [128]. У якості основних параметрів ринку цінних паперів дослідник пропонує використовувати наступні значення:

- 1) обсягу емісії цінних паперів, який залежить від випуску цінних паперів емітентами;
- 2) капіталізації ринку, що є виразом ринкової вартості цінних паперів, присутніх на ринку, і залежить від ринкової кон'юнктури та ліквідності ринку;

- 3) обсягу ринку – кількості фактично укладених на ринку угод за автоматний проміжок часу;
- 4) обсягу організованого ринку як частини ринку цінних паперів, який формується виключно на біржах та на позабіржових торговельних системах;
- 5) кількості торговців;
- 6) кількості організаторів торгів – бірж та позабіржових торговельних систем [128].

У дисертаційній роботі О.В. Хмеленка розглянуто індикатори акцій, що присутні на українському ринку цінних паперів, виявлено їхній вплив на акції конкретних підприємств і зв'язок із досвідом країн із розвинутим фондовим ринком. За ринкові індикатори акцій дослідник пропонує використання показників середнього відхилення фактичної прибутковості від очікуваної та ступеню чутливості спекулятивної прибутковості цінного папера до прибутковості ринку [242].

Голевим М.К. розроблено систему економічних індикаторів діяльності відкритих акціонерних товариств та удосконалено методику оцінки діяльності підприємств на фондовому ринку за двома основними напрямками: визначення фінансових показників акцій, що не мають курсової вартості (капіталізована вартість акцій, віддача акціонерного капіталу, балансова вартість однієї акції, а також продуктивність, прибутковість, платність, реінвестування, дивідендна віддача акцій), та оцінка інвестиційної привабливості цінних паперів емітента (за показниками характеристики фінансового стану підприємства, ефективності його діяльності, змін у структурі балансу) [38].

Школьник І.О. запропонована система індикаторів розвитку фінансового посередництва в Україні шляхом створення науково-методичного забезпечення їх оцінки з двох позицій (загального обсягу торгів та обсягу торгів на організованому ринку) та їх групування за напрямками – фінансова архітектура, розмір і ефективність фінансової системи, активність фінансових посередників. Науковець доводить доцільність застосування

показників співвідношення активів банків, активів фінансових посередників, активів фінансових посередників та ринкової капіталізації до ВВП, коефіцієнта фінансової глибини, ліквідності ринку капіталу, співвідношення загального обсягу торгів на ринку та чистого процентного доходу банків, співвідношення коефіцієнта оборотності ринку капіталу та частки чистого процентного доходу в активах банків для оцінки розміру та ефективності фінансової системи [262]. Розроблена І.О. Школьник система індикаторів дозволяє об'єктивно оцінити стан фінансового ринку України.

Таким чином, за результатами проведених теоретичних досліджень можна зробити висновок про можливість виокремлення двох підходів до визначення індикаторів ринку цінних паперів – як показників, що характеризують стан фондового ринку в цілому, та показників оцінки цінних паперів конкретних підприємств-емітентів.

Оскільки оцінка бізнесу характеризується виділенням конкретного об'єкту оцінки з урахуванням його фінансового стану, більш детальний аналіз сконцентровано на індикаторах конкретних цінних паперів підприємств-емітентів.

У базі даних фондової біржі ПФТС [84] доступна наступна інформація відповідно акцій підприємств-емітентів:

1. Тип цінного папера (прості або привілейовані акції).
2. Рівень котирувального листа. Вимоги до включення та перебування акцій у списку фондової біржі ПФТС (рішення Біржової Ради ПФТС № 1 від 03.07.2007 р. з урахуванням рішень Біржової Ради ПФТС № 2 від 03.06.2008 р. та № 2 від 14.11.2008 р.) надано в табл. 1.11 [84].

З табл. 1.11 видно, що у біржовому списку фондової біржі ПФТС існує два рівня лістингу та позалістингові цінні папери, віднесення акцій до яких базується на критеріях двох груп – внутрішня інформація підприємства (показники фінансово-господарської діяльності) та ринкова інформація (показники результатів діяльності на фондовій біржі ПФТС).

Таблиця 1.11

Вимоги до включення та перебування акцій у списку фондової біржі
ПФТС

№ з/п	Показник	1 рівень	2 рівень	Позалістинг
1. Група показників, за якими інформація подається емітентом та поновлюється щорічно відповідно до інформації наданої емітентом.				
1.1.	Строк існування емітента, не менше, років	3 р.	1 р.	-
1.2.	Вартість чистих активів емітента, не менше, млн. грн.	100 млн. грн.	50 млн. грн.	0,4 млн. грн.
1.3.	Річний дохід від реалізації товарів (робіт, послуг) за останній фінансовий рік, не менше, млн. грн.	100 млн. грн.	50 млн. грн.	-
1.4.	Відсутні збитки	2 з 3 останніх фін. років	останній фін. рік	-
1.5.	Кількість акціонерів, не менше	500	100	-
2. Група показників, за якими інформація формується на основі даних з торгової системи щомісячно (окрім п. 2.5, 2.6 – щоденно)				
2.1.	Ринкова капіталізація, не менше, млн. грн.	100 млн. грн.	50 млн. грн.	0,5 млн. грн.
2.2.	Укладених та виконаних угод за кожен з останніх 6 міс., не менше, в тому числі на ринку заявок	15	10	2
		5	-	-
2.3.	Середньомісячна вартість угод за 6 міс, не менше грн.	1 млн.	250 тис.	10 тис.
2.4.	Кількість маркет-мейкерів по цінному паперу	1	-	-
2.5.	Розмір горизонтального спреду	5	15	100
2.6.	Розмір вертикального спреду, в межах якого можливий акцепт, на ринку котирувань	5	10	15
2.7.	Розмір максимального вертикального спреду, щодо відображення котирувань	10	15	25 - купівля, 50 - продаж

3. Використання акцій емітента при розрахунку індексу ПФТС (входять чи ні акції емітента до індексного кошику ПФТС). У табл. 1.12 надано інформацію відповідно формування індексного кошику ПФТС станом на 15.05.2009 р. з урахуванням питомої ваги акцій кожного емітента в розрахунку індексу ПФТС.

Таблиця 1.12

Структура індексного кошику ПФТС станом на 15.05.2009 р.

Тікер	Підприємство-емітент	Середньозваже на ціна акції, грн.	Питома вага акцій в індексному кошику ПФТС, %
ALMK	ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»	0,1073	1,98
AVDK	ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	7,0318	0,81
AZST	ПАТ «Металургійний комбінат "Азовсталь»	1,3794	4,66
BAVL	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	0,3435	6,2
CEEN	ПАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго»	6,9444	10,31
DNEN	ПАТ «Дніпроенерго»	820,5556	5,18
DOEN	ПАТ «Донбасенерго»	37,325	2,32
ENMZ	ПАТ «Єнакієвський металургійний завод»	112	3,36
KVBZ	ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	13,3375	1,33
MMKI	ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	1,4406	8,57
MSICH	ПАТ «Мотор Січ»	503,9502	6,55
MZVM	ПАТ «Маріупольський завод важкого машинобудування»	21,7352	0,97
NITR	ПАТ «Нижньодніпровський трубопрокатний завод»	10,8388	4,89
PGOK	ПАТ «Полтавський ГЗК»	22,4493	2,04
SMASH	ПАТ «Сумське машинобудівне НВО ім. М. В. Фрунзе»	24,93	4,23
STIR	ПАТ «Концерн Стирол»	27,6417	1,33
UNAF	ПАТ «Укрнафта»	117,0385	9,4
USCB	Акціонерно-комерційний банк соціального розвитку «Укреоцбанк» Відкрите акціонерне товариство	0,3598	3,57
UTLM	ПАТ «Укртелеком»	0,3867	9,57
ZAEN	ПАТ «Західенерго»	371,6667	12,72

За результатами табл. 1.12 можна зробити висновок, що найбільша питома вага у формуванні індексного кошику ПФТС характерна для енергетичних компаній – ПАТ «Західенерго» (12,72 %) та ПАТ «Центренерго» (10,31 %). При цьому, виходячи з п. 4.1 правил розрахунку індексу ПФТС [84], з метою обмеження впливу акцій окремого емітента на

індекс максимальна питома вага капіталізації акцій даного емітента в сукупній капіталізації бази розрахунку індексу обмежується величиною 0,15 (15 %).

4. Номінальна вартість акції та кількість цінних паперів у обігу.

Основними характеристиками ринку цінних паперів є наступні показники – загальна капіталізація ринку, ліквідність (визначається активністю ринку – обсягом торгів на біржі та кількістю укладених угод купівлі-продажу цінних паперів), динаміка фондових індексів [82, 211, 46, 197, 231].

Автором проведено аналіз поточного стану ринку цінних паперів України відповідно до зазначених вище показників. Джерелом статистичної інформації для проведення аналізу використано дані фондової біржі ПФТС [84].

На рис. 1.4 надано динаміку капіталізації біржового списку ПФТС за період січень 2007 р. - травень 2009 р.

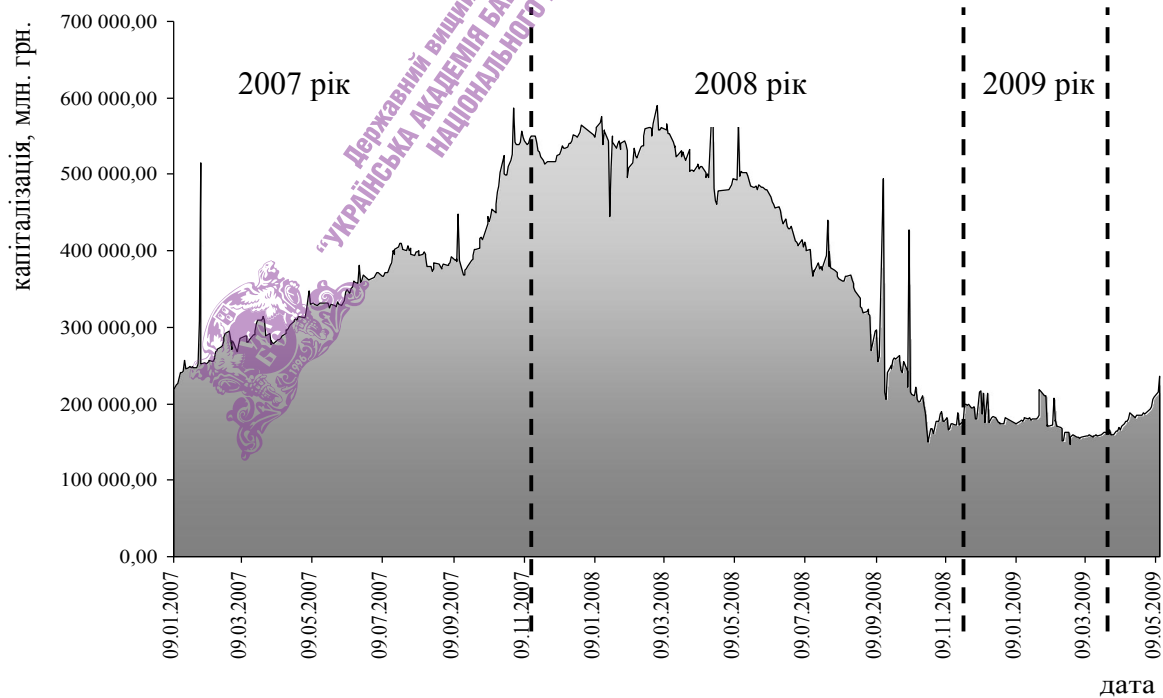


Рис. 1.4. Динаміка капіталізації біржового списку ПФТС за період січень 2007 р. - травень 2009 р.

З рис. 1.4. видно, що найвища капіталізація фондового ринку характерна для періоду жовтень 2007 р. – липень 2008 р. У порівнянні з даним періодом середнє значення загальної ринкової капіталізації в березні 2009 року зменшилась більш, ніж у 3 рази. На середину травня 2009 року темп приросту ринкової капіталізації у порівнянні з початком року склав 36 %.

На рис. 1.5. надано інформацію щодо динаміки обсягу торгів та кількості укладених угод купівлі-продажу акцій на фондовій біржі ПФТС за період січень 2007 р. – квітень 2009 р.

Найбільша кількість укладених угод купівлі-продажу цінних паперів характерна для періоду жовтень 2007 р. – вересень 2008 р. (в середньому 6059 угод на місяць), найменша – за січень-березень 2009 р. (в середньому 974 угоди за місяць).

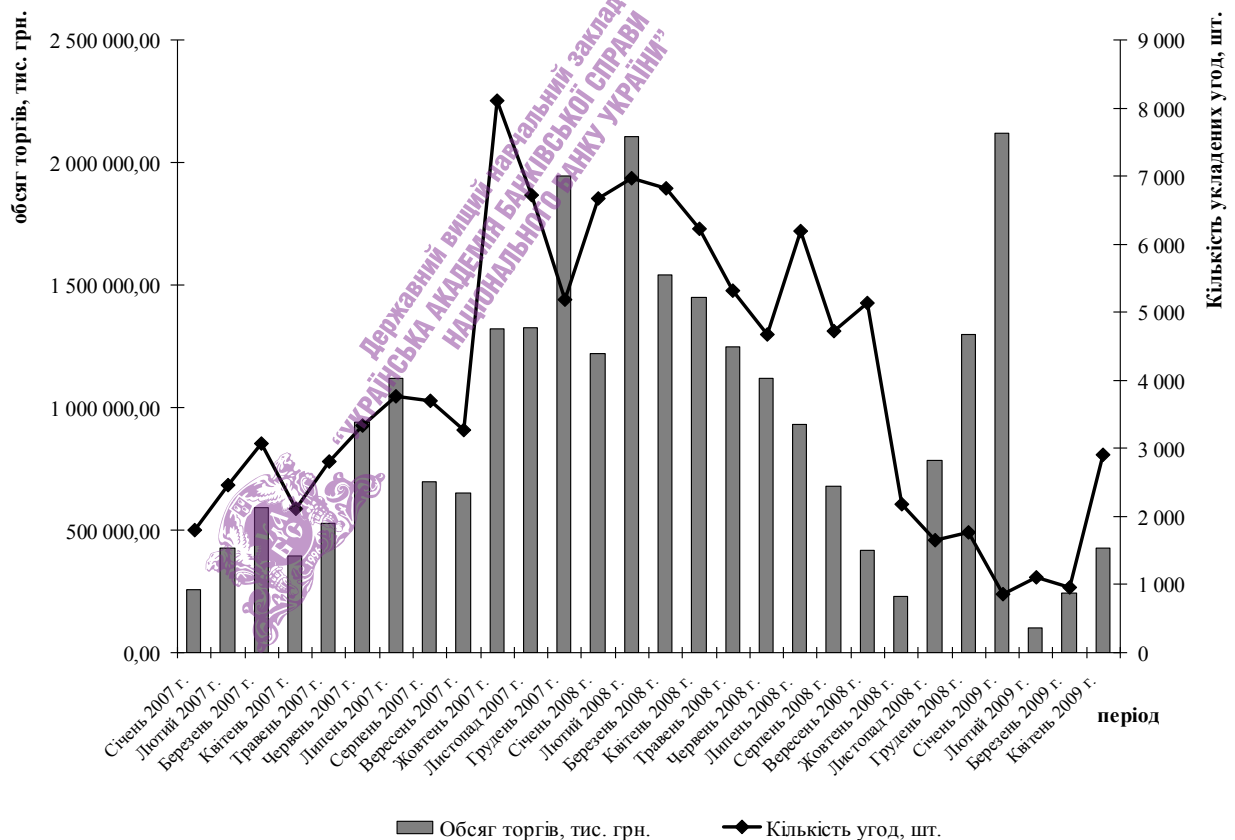


Рис. 1.5. Динаміки обсягу торгів та кількості укладених угод купівлі-продажу акцій на фондовій біржі ПФТС за період січень 2007 р. – квітень 2009 р.

Із рис. 1.5. можна зробити висновок, що в умовах функціонування ринку цінних паперів України більш інформативним і доцільним для характеристики рівня ліквідності ринку є показник кількості укладених угод купівлі-продажу акцій на біржі, а не обсяг торгів у грошовому еквіваленті. Даний висновок було зроблено, виходячи з наступного – в період грудень 2008 р. - лютий 2009 р., коли ринок характеризувався найменшою активністю через присутність наслідків світової економічної кризи і мала місце тенденція зменшення кількості укладених угод купівлі-продажу цінних паперів на біржі, обсяг торгів в грошовому еквіваленті практично відповідав періоду найвищого розвитку. Така ситуація можлива за умови укладення декількох великих угод, що за величиною загальної вартості перевищують сумарну вартість угод минулих місяців. Таким чином, присутність подібних прецедентів унеможливує використання показника загального обсягу торгів на біржі як рівня ліквідності ринку цінних паперів.

На рис. 1.6. надано динаміку агрегованого показника розвитку фондового ринку – фондового індексу ПФТС за період січень 2007 р. - травень 2009 р.

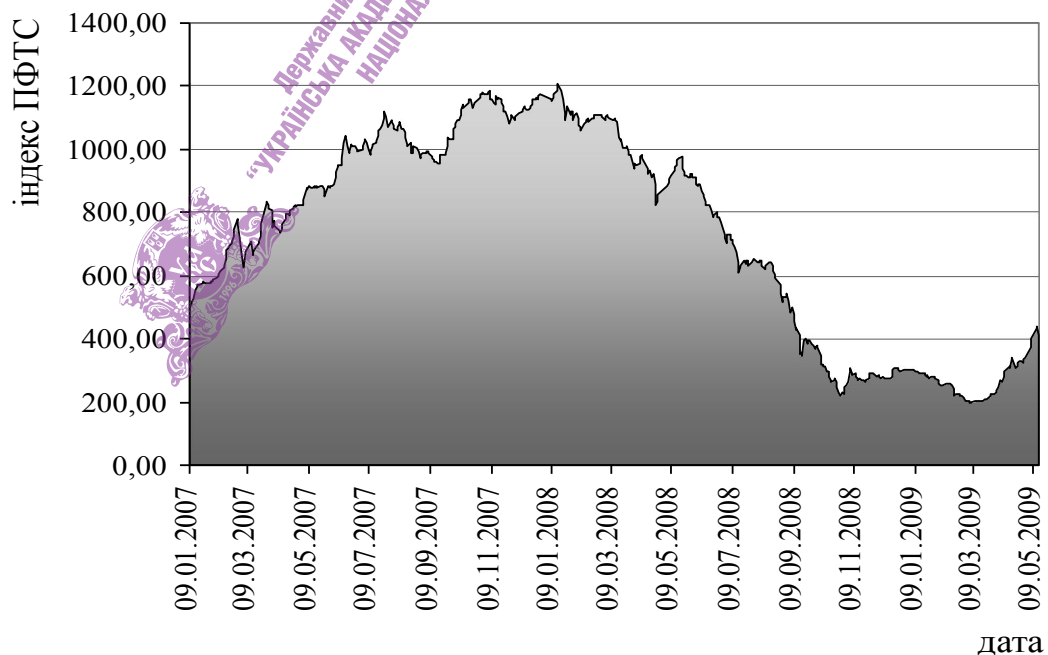


Рис. 1.6. Динаміка індексу ПФТС за період січень 2007 р. - травень 2009 р.

У березні 2009 р. (рис. 1.6.) індекс ПФТС мав найнижчі позиції (в середньому 208 пунктів), знизившись від максимальних позицій, що відповідають періоду жовтень 2007 р. – квітень 2008 р., більш, ніж у 5 разів. У травні 2009 р. темп зростання індексу в порівнянні з початком року склав 40 %.

За результатами проведеного аналізу поточного стану ринку цінних паперів України можна зробити висновок, що для кожного з аналізованих показників (загальна капіталізація біржового списку ПФТС, обсяг торгів на біржі і кількість укладених угод купівлі-продажу акцій, індекс ПФТС) характерна аналогічна тенденція – дном кризи був березень 2009 року – капіталізація ринку зменшилась більш, ніж у 3 рази, а індекс ПФТС – більш, ніж у 5 разів. Треба сказати, що у квітні-травні поточного року спостерігається позитивна тенденція аналізованих показників у порівнянні з початком року (на середину травня 2009 року темп приросту ринкової капіталізації у порівнянні з початком року склав 36 %, темп приросту індексу ПФТС – 40 %).

Як зазначено в п. 1.2., на використанні ринкової інформації про цінні папери більшою мірою зосереджені методи порівняльного підходу до оцінки бізнесу. На основі проведених теоретичних досліджень методологічного апарату оцінки вартості та аналізу фондового ринку на рис. 1.7. автором узагальнено взаємозв'язок інструментів оцінки бізнесу з індикаторами ринку цінних паперів.

З рис. 1.7. видно, що основним інструментом методів порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу є цінові мультиплікатори (відносні показники, розраховані шляхом ділення ринкової капіталізації чи вартості підприємства-емітента на відповідну базу). Показник ринкової капіталізації підприємства, виступаючи в сукупності всіх емітентів індикатором стану розвитку ринку цінних паперів, в абсолютній формі має недостатньо інформативний вид, оскільки за інших рівних умов абсолютна величина ринкової капіталізації залежить від кількості цінних паперів, випущених в

обіг. Для можливості порівняння емітентів як об'єктів інвестування більш доцільним є використання відносних показників капіталізації – цінних мультиплікаторів, що представляють собою відношення ринкової вартості власного або інвестованого капіталу підприємства до відповідної бази розрахунку.

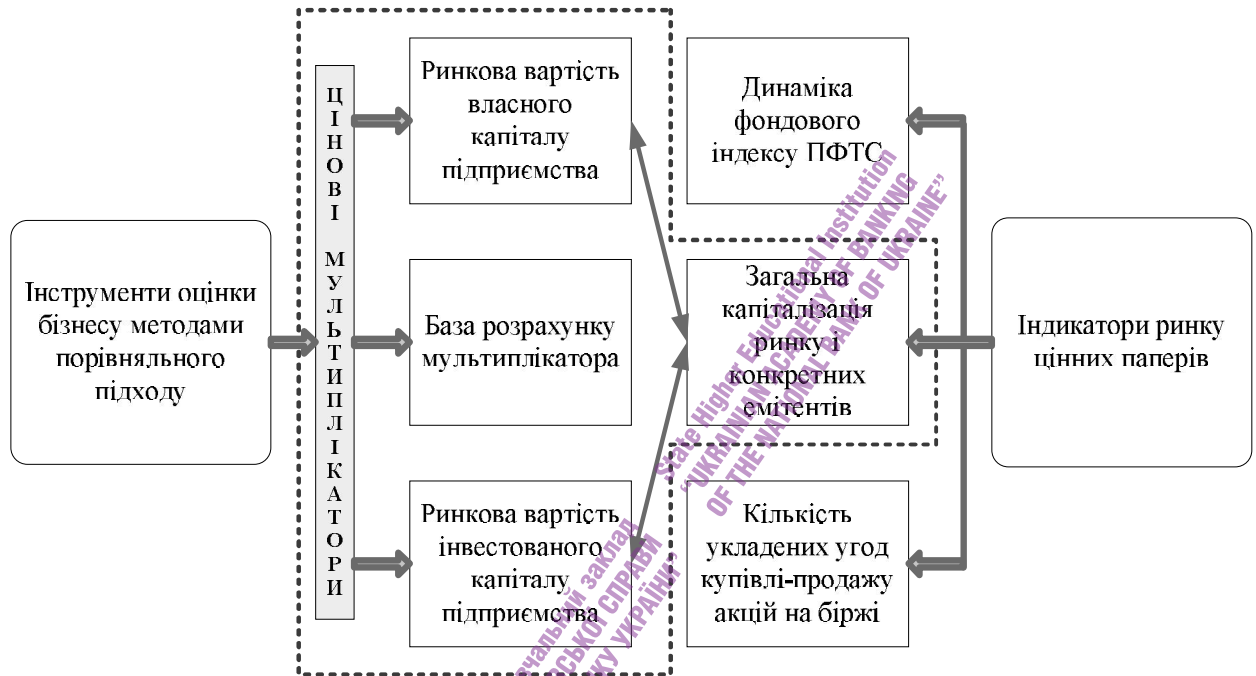


Рис. 1.7. Взаємозв'язок інструментів оцінки бізнесу з індикаторами ринку цінних паперів

Таким чином, за результатами проведених досліджень можна зробити висновок, що при оцінці бізнесу методами порівняльного підходу цінні мультиплікатори виступають у двох формах – з одного боку, як інструменти оцінки вартості, з іншого – як індикатори ринку цінних паперів.

У подальшому дослідженні автором за індивідуальні індикатори конкретних цінних паперів прийнято найбільш поширені цінні мультиплікатори, що є інструментами оцінки бізнесу методами порівняльного підходу.

Висновки до розділу I

1. Визначено взаємозв'язки між об'єктами оцінки – «бізнес», «підприємство», «цілісний майновий комплекс», «власний капітал підприємства», «інвестований капітал підприємства», «корпоративні права».

2. Визначено основні види вартості, що можуть бути результатом оцінки бізнесу, та виокремлено умови їх застосування. Виділено коло основних споживачів результатів оцінки бізнесу з їх цільовою направленістю та проаналізовано основні перешкоди до застосування результатів оцінки з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу.

3. Проведено аналіз українських та російських дисертаційних досліджень за період 2000-2010 рр., присвячених проблемам методології оцінки бізнесу, вартісно-орієнтованому управлінню підприємством та визначенню й аналізу індикаторів ринку цінних паперів. Предметна область з питань оцінки бізнесу еволюціонувала від наукових пошуків, сконцентрованих на розв'язанні проблем визначення вартості підприємств для процесу приватизації, державного регулювання вартості підприємств, при чому більша увага приділялась методам майнового та доходного підходу, до вивчення процесів управління вартістю бізнесу, використання результатів оцінки бізнесу для стратегічного управління підприємством та визначення факторів, що впливають на її зміну; з питань індикаторів ринку цінних паперів – від моделей прийняття інвестиційних рішень, що базуються на результатах технічного аналізу фондового ринку (курсової динаміки цінних паперів) до проблем визначення особливостей розвитку ринку цінних паперів України, аналізу індикаторів для оцінки рівня його розвитку та розробки методичного забезпечення формування та управління портфелем цінних паперів.

4. У результаті аналізу досліджень вітчизняних і закордонних науковців, наведено перелік принципів, на базі яких ґрунтується оцінка бізнесу. Сформульовано систему принципів оцінки, пов'язаних з ринковим

середовищем, до складу якої запропоновано включити наступні принципи: принцип відповідності фінансово-економічних показників, принцип попиту і пропонування, принцип доступності інформації, принцип залежності, принцип синергії.

5. При дослідженні методологічного апарату оцінки бізнесу визначено основні інструменти в межах доходного, порівняльного та майнового підходів і виокремлено із них ті, що базуються на використанні інформації ринку цінних паперів. Встановлено, що найбільшим чином інформація фондового ринку використовується у методах порівняльного (ринкового) підходу до оцінки бізнесу.

6. Доведено доцільність орієнтації оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу на методи порівняльного (ринкового) підходу з використанням методу аналізу ієрархій з урахуванням наступних критеріїв: часовий інтервал, необхідний для проведення оціночних процедур; врахування ринкової інформації про формування цін на подібне майно; можливість врахування перспектив розвитку об'єкту оцінки; відображення поточного фінансового стану підприємства-емітента, що є об'єктом оцінки; обсяг внутрішньої інформації, необхідний для реалізації підходу до оцінки бізнесу.

7. Виділено основні проблеми, пов'язані із застосуванням порівняльного підходу в умовах функціонування фондового ринку України та запропоновано можливі шляхи їх вирішення.

8. Встановлено найбільш поширені цінові мультиплікатори, що застосовуються у методах оцінки бізнесу порівняльним (ринковим) підходом закордонними та вітчизняними оцінювачами – P/S (відношення ринкової капіталізації до виручки підприємства), P/E (відношення ринкової капіталізації до прибутку підприємства), MСup/BV (відношення ринкової капіталізації до балансової вартості власного капіталу), EV/S (відношення вартості підприємства до виручки), EV/EBITDA (відношення вартості підприємства до прибутку до сплати процентів, податків та нарахування

амортизації), $EV/EBIT$ (відношення вартості підприємства до прибутку до сплати процентів і податків), EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів), EV/IC (відношення вартості підприємства до величини інвестованого капіталу).

9. Розроблено класифікацію цінових мультиплікаторів за наступними критеріями: часовий період базового показника, вид базового показника, зміст базового показника, джерело інформації, тип цінового показника, вид оцінюваних прав власності, сфера застосування, розрахунок бази мультиплікатора.

10. За результатами досліджень базових концепцій аналізу та класичних теорій ціноутворення на ринку акціонерного капіталу встановлено, що методи порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу ґрунтуються на теорії внутрішньої вартості акцій, яка визначається рівнем ризику й доходності цінного папера та характеристиками емітента (величина активів, доходів, якість менеджменту та ін.).

11. У процесі досліджень теоретичних підходів до визначення індикаторів ринку цінних паперів виокремлено наявність їх двох типів – індивідуальних (що характеризують стан цінних паперів окремого підприємства-емітента) та загальних або інтегральних (характеризують стан розвитку фондового ринку в цілому). Встановлено, що для оцінки бізнесу доцільним є використання індивідуальних індикаторів як характеристик об'єкту оцінки.

12. Визначено як основний індикатор рівня розвитку ринку цінних паперів (загальних індикаторів) використання наступних показників – загальної капіталізації фондового ринку, динаміки фондового індексу ПФТС, обсягу торгів та кількості укладених на біржі угод купівлі-продажу цінних паперів. Проведено аналіз поточного стану ринку цінних паперів України за визначеними індикаторами, в результаті якого встановлена наявність однакової тенденції для використаних індикаторів – зростання до першого

півріччя 2008 р., стрімке падіння у другому півріччі 2008 р. і поступова позитивна тенденція з початку 2009 р.

13. Обґрунтовано взаємозв'язок інструментів оцінки бізнесу з індикаторами ринку цінних паперів в якості цінових мультиплікаторів, які одночасно виступають інструментами методів порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу та індикаторами переоцінки чи недооцінки вартості підприємства фондовим ринком (індивідуальними індикаторами ринку цінних паперів).

Результати дослідження були підтверджені у [50, 51, 52, 54, 56, 57, 64, 65, 66, 67, 235].



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

РОЗДІЛ 2

НАУКОВО-МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКСПРЕС-ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ ЗА КЛЮЧОВИМ ЦІНОВИМ МУЛЬТИПЛІКАТОРОМ

2.1. Визначення критеріїв відбору об'єктів-аналогів у методах порівняльного підходу

Основним етапом оцінки вартості бізнесу методами порівняльного підходу є вибір об'єктів порівняння для визначення розрахункового значення цінового мультиплікатора [153]. Аналіз вітчизняних та закордонних досліджень показав, що в теорії і практиці оцінки відсутня узгоджена думка відповідно кількості та змісту критеріїв порівняння об'єктів-аналогів.

Метою підрозділу є проведення аналізу теоретичних підходів до відбору об'єктів-аналогів та перевірка значущості галузевого критерію.

Для досягнення поставленої мети були вирішені наступні завдання:

1. Проаналізовано підходи вітчизняних та закордонних оцінювачів до відбору об'єктів порівняння.
2. Визначено перелік можливих критеріїв відбору та проведено їх розподіл на якісні та кількісні.
3. Сформовано сукупність підприємств-емітентів (129 підприємств із 8 галузей виробництва) для аналізу значимості галузевого критерію.
4. Проведено аналіз приналежності емітентів різних галузей промисловості загальним умовам формування ринкової ціни акцій в цілому за ринком капіталу.
5. Перевірено значимість галузевого критерію (наявність впливу галузевої приналежності на розподіл значень мультиплікаторів) при підборі об'єктів-аналогів для оцінки вартості бізнесу методами порівняльного підходу.

Серед провідних вітчизняних та закордонних спеціалістів з оцінки бізнесу є головне протиріччя щодо вибору компаній-аналогів – обов'язковість дотримання галузевого критерію при виборі об'єктів порівняння [19, 72, 130, 153, 171, 195, 196, 237, 249, 250, 265, 268] чи підбір компаній-аналогів за кількісними критеріями – значення доходності (потенціал зростання), ризикованості цінних паперів та темпами приросту грошових потоків не залежно від галузі об'єкта оцінки [42, 44].

Відповідно до Міжнародних правил оцінки № 6 «Оцінка бізнесу» [139, с. 43], п. 5.14.1 подібні до об'єкту оцінки підприємства повинні бути в тій же самій галузі, що й об'єкт оцінки, чи в галузі, що відповідає тим самим економічним змінним. Тобто, за даного визначення як аналоги можна використовувати підприємства, що належать до близьких галузей, які залежать від споріднених факторів економічного середовища.

У країнах з розвиненим фондовим ринком оцінювачі схильні відходити від виключно галузевого критерію об'єктів порівняння. Таку практику започаткував провідний американський спеціаліст з оцінки бізнесу Дамодаран А. [44], який стверджує, що величина будь-якого мультиплікатора визначається однаковими базовими факторами – ризиком цінного паперу, доходами, які він приносить та темпами зростання доходів. Економіст дає своє визначення поняття порівняної фірми як такої, в якій «... грошові потоки, потенціал зростання та ризик схожі з аналогічними показниками оцінюваної фірми» [44, с. 620].

Результати аналізу можливих критеріїв відбору об'єктів порівняння, що пропонуються різними економістами, з розподілом їх на якісні та кількісні, узагальнено автором у табл. 2.1.

За результатами табл. 2.1 можна зробити висновок, що існує велика кількість критеріїв, за якими дослідники пропонують проводити порівняння об'єкту оцінки з компаніями-аналогами.

Таблиця 2.1

Критерії відбору компаній-аналогів

Якісні критерії
Галузь
Розмір підприємства
Одно- або багатопродуктовість бізнесу
Ринки збуту продукції
Місцезнаходження
Номенклатура випуску продукції
Диверсифікація продуктової структури
Строк економічного життя підприємства
Характер взаємозамінності вироблених продуктів
Залежність від споріднених економічних факторів
Географічна диверсифікованість
Кількісні знижки на сировину
Цінові розходження за подібними товарами
Якість менеджменту
Місце компанії на ринку
Питома вага профільної продукції
Кількісні критерії
Структура інвестованого капіталу
Структура активів підприємства
Динаміка фінансових результатів
Фінансовий ризик
Рівень ліквідності акцій підприємства
Кредитоспроможність підприємства
Оборотність дебіторської заборгованості, запасів, чистого оборотного капіталу, основних фондів
Показники прибутковості бізнесу (рентабельність продажу та ін.)
Балансова вартість активів

Треба відмітити, що при такій кількості параметрів порівняння знайти подібний аналог буде практично неможливо, або їх кількість буде незначною, що не дозволяє висунути об'єктивні судження про вартість оцінюваного об'єкту. Крім того, при наявності відмінностей за будь-якими з критеріїв необхідне проведення коректувань, алгоритм розрахунку яких відсутній і у більшості випадків коректування проводяться за суб'єктивною думкою оцінювача.

З метою уникнення суб'єктивного фактору при визначенні розрахункового значення мультиплікатора та відхилень ринкової вартості об'єкту оцінки автор дотримується підходу до відбору об'єктів порівняння на

основі ключових характеристик бізнесу без урахування галузевого критерію відбору.

Для доведення можливості використання даного підходу проведено перевірку значимості галузевого критерію в умовах функціонування ринку цінних паперів України.

Аналіз значимості галузевого критерію був проведений на основі сформованої бази даних, до складу якої увійшли 129 підприємств з 8 різних галузей, що є генеральною сукупністю за інформацією фондового ринку України (до аналізованої сукупності включені всі промислові підприємства, за якими є котирування на фондовій біржі ПФТС). Значення котирувань українських емітентів на закордонних фондових біржах (крос-лістинг) не враховувались, виходячи з наступних причин:

а) відмінними є умови функціонування українського та закордонних фондових ринків;

б) ступінь ризику інвестування в акції одного й того ж емітента та фактори ціноутворення на українському та міжнародних торговельних майданчиках значно відрізняється.

Галузева структура аналізованої бази даних надана в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Галузева структура бази даних для аналізу мультиплікаторів

Галузь	Кількість емітентів у аналізованій базі даних, шт.
Газозбагачувальні комбінати	7
Машинобудування	34
Виробництво коксу	7
Хімічна промисловість	13
Енергетика	27
Газопостачання	17
Металургія	18
Нафтопереробка	6
Всього	129

Для розрахунку та аналізу ринкових мультиплікаторів емітентів українського фондового ринку були використані дані річних звітів за 2006-2008 рр. [190, 191] та інформація про ринкову вартість акцій за даними

фондової біржі ПФТС за період 2007 р. – перше півріччя 2009 р. [84]. Розрахунок ринкової капіталізації, вартості підприємства та цінових мультиплікаторів надано в табл. Б.1-Б.5.

Для вирішення поставленого завдання були розраховані найбільш поширені мультиплікатори (п. 1.2.) – P/S, P/E, MCap/BV, EV/S, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/A, EV/IC. Розрахунок вартості бізнесу проводився за формулою:

$$EV = MCap + Debt - Cash, \quad (2.1)$$

де EV – вартість бізнесу;

MCap – ринкова капіталізація підприємства;

Debt – величина довгострокового боргу;

Cash – сума грошових коштів та поточних інвестицій.

На попередньому етапі обробки статистичних даних був проведений аналіз варіативності вибірки, в результаті чого загальний об'єм сукупності аналізованих емітентів був зменшений до 101 підприємства.

Для визначення впливу галузевої приналежності на значення розрахованих цінових мультиплікаторів був використаний непараметричний дисперсійний аналіз за допомогою непараметричного рангового критерію Краскела та Уолліса [215] для перевірки статистичної гіпотези приналежності значень мультиплікаторів єдиній генеральній сукупності, оскільки перевірка за нормальним розподілом у даному випадку неможлива.

Загальна кількість спостережень $n = \sum_{i=1}^m n_i$, що належать m незалежним вибіркам $(1, 2, \dots, i, \dots, m)$ розміщують в єдиний варіаційний ряд і кожному значенню члена ряду присвоюють відповідний ранг від 1 до n з відміткою номера вибірки. Для рівних значень членів варіаційного ряду, що належать до різних вибірок, присвоюють однаковий (середній) ранг.

Статистикою критерію Краскела та Уолліса є наступна величина:

$$H = \frac{12}{n(n+1)} \left(\sum_{i=1}^m \frac{R_i^2}{n_i} \right) - 3(n+1), \quad (2.2)$$

де m – кількість вибірок;

n – загальна кількість спостережень;

R_i – сума рангів i -ї вибірки.

Правильність розрахунку рангових сум R_i контролюється за формулою:

$$\sum_{i=1}^m R_i = \frac{1}{2} n(n+1) \quad (2.3)$$

Величина H при $n_i \geq 5$ та $m \geq 4$ розподілена за законом χ^2 з $k = m-1$ ступенями свободи.

Якщо виконується нерівність

$$H \leq \chi_{\alpha}^2, \quad (2.4)$$

де χ_{α}^2 - квантиль рівня ймовірності α нормованої нормально розподіленої величини, що визначається за таблицею [215, с. 208], то нульова гіпотеза про тотожність генеральних розподілів, з яких узяті вибірки, не відкидають. У протилежному випадку приймається альтернативна гіпотеза про неоднорідність сукупностей.

Для проведення аналізу із сукупності емітентів без урахування викидів були використані ті галузі, що задовольняють вимозі $n_i \geq 5$. Таким чином в аналізі брали участь підприємства 7 галузей (крім галузі нафтопереробки, оскільки після виділення із загальної сукупності значень мультиплікаторів, що мають значне відхилення від середнього, загальна кількість спостережень у конкретній галузі зменшилась до 4, що не задовольняє вимоги $n_i \geq 5$).

Вихідні дані для аналізу мають наступний вигляд: загальна кількість аналізованих галузей ($m = 7$), загальна кількість спостережень ($n = 98$), значення квантилю χ_{α}^2 при рівні значимості $\alpha = 0,05$ та кількості ступенів свободи $k = m-1 = 6$ становить 12,6.

У табл. В.1, В.2 надані результати аналізу однорідності вибірок за допомогою непараметричного рангового критерію Краскела та Уолліса (В.1 – мультиплікатори для розрахунку вартості власного капіталу, В.2 – для розрахунку вартості всього інвестованого капіталу).

Значення рангових сум для кожного мультиплікатора склало 4851 (табл. В.1, В.2). Для перевірки правильності розрахунку використана формула 1.3.

$$\sum_{i=1}^7 R_i = \frac{1}{2} * 98 * (98 + 1) = 4851$$

Таким чином, варіаційний ряд проранжований правильно.

У табл. В.1., В.2 наданий розрахунок статистики критерію Краскела та Уолліса (формула 1.2) та порівняння його з критичним значенням $\chi_{0,05}^2 = 12,6$.

За результатами табл. В.1 та В.2 можна зробити висновок, що для кожного з розрахованих мультиплікаторів гіпотеза про відповідність вибірок єдиній генеральній сукупності повинна бути відхилена, що свідчить про існування особливостей формування ринкової ціни акції для різних підприємств.

Встановлення значимості впливу галузевої приналежності при відборі об'єктів порівняння було виконано з використанням методів кластерного аналізу – агломеративно-ієрархічного методу (побудова дендрограми) та методу К-середніх [157, 238].

Оскільки аналізовані мультиплікатори мають різні діапазони значень, для запобігання викривлення отриманих результатів було проведено стандартизацію значень сукупності даних за формулою:

$$z_{ij} = \frac{x_{ij} - \bar{x}_j}{S_j}, \quad (2.5)$$

де $j=1..m$;

\bar{x}_j - середнє арифметичне значення j -тої ознаки;

s_j – стандартне відхилення j -тої ознаки;

z_{ij} – стандартизоване значення j -того індикатора для i -того об'єкту.

Матриця стандартизованих даних наведена в табл. В.3.

У межах методу деревовидної кластеризації були використані наступні умови:

1. Міра відстані між об'єктами – Евклідова відстань, яка є найпоширенішим методом визначення матриці відстаней, що розраховується за формулою [157]:

$$d_{x,y} = \sqrt{\sum_i (x_i - y_i)^2}, \quad (2.6)$$

де $d_{x,y}$ – відстань між об'єктами генеральної сукупності;

x_i – значення i -го фактору об'єкту x ;

y_i – значення i -го фактору об'єкту y .

2. Правило об'єднання або зв'язку – метод Ворда, що відрізняється від інших методів об'єднання в кластери тим, що використовує методи дисперсійного аналізу для оцінки відстаней між кластерами. Метод мінімізує суму квадратів відхилень для будь-яких двох гіпотетичних кластерів, які можуть бути сформовані на кожному кроці [238].

Отримана в результаті реалізації методу деревовидної кластеризації дендрограма наведена на рис. 2.1.

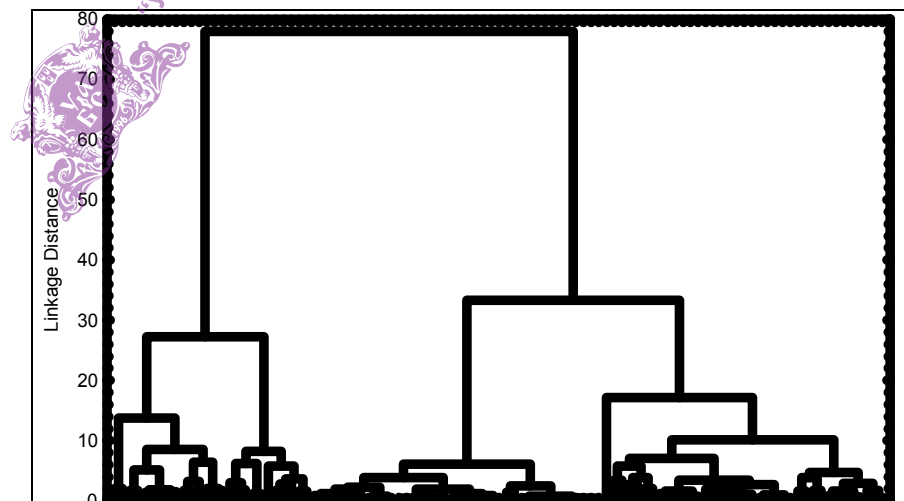


Рис. 2.1. Дендрограма об'єднання емітентів у кластери за величинами ринкових мультиплікаторів

Агломеративно-ієрархічний метод (деревовидна кластеризація) дає тільки наочне відображення розподілу емітентів генеральної сукупності (рис. 2.1.). З рис. 2.1. видно, що вибіркова сукупність емітентів не є розрізненою, і з неї можна сформувати окремі кластери.

Перевірка впливу галузевої приналежності на розподіл значень мультиплікаторів була виконана методом К-середніх наступним чином:

1. До складу генеральної сукупності було включено 101 підприємство (після виключення з початкової бази даних пікових значень), кластерний аналіз був проведений для емітентів, до складу яких також була включена галузь нафтопереробки, що не відповідала умовам формування вибірки за критерієм Краскала та Уолліса.

2. Оскільки галузева структура аналізованої вибірки складається з 8 галузей виробництва, була прийнята гіпотеза про можливий поділ генеральної сукупності на 8 кластерів.

Основним завданням методу К-середніх є поділ сукупності на задану кількість кластерів таким чином, щоб дисперсія між кластерами була як можна більша, а внутрішньокласова дисперсія – якнайменша, тобто відстань між кластерами повинна бути достатньо велика, а відстань між елементами кожного кластеру незначна [157].

Характеристики міжкластерної та внутрішньокластерної дисперсії надано в табл. 2.3.

Таблиця 2.3

Статистичний аналіз дисперсії за сформованими кластерами

Мультиплікатор	Міжкластерна дисперсія	Кількість ступенів свободи	Внутрішньокласова дисперсія	Кількість ступенів свободи	Статистичний критерій (F)
P/S	82,792	7	17,208	93	63,919
P/E	78,763	7	21,237	93	49,274
MCap/BV	85,287	7	14,713	93	77,014
EV/S	71,099	7	28,901	93	32,684
EV/EBITDA	76,442	7	23,558	93	43,109
EV/EBIT	63,750	7	36,25	93	23,365
EV/A	83,706	7	16,294	93	68,249
EV/IC	76,266	7	23,734	93	42,692

З табл. 2.3. видно, що міжкласова дисперсія значно перевищує внутрішньокласову, що свідчить про ефективність кластеризації. Статистичний критерій Фішера значно перевищує табличне значення, що дозволяє зробити висновок про адекватність отриманих результатів кластерного аналізу сукупності підприємств-емітентів за показниками їх цінкових мультиплікаторів.

Розподіл підприємств-емітентів аналізованої сукупності за визначеними кластерами надано у табл. В.4.

Для можливості доведення гіпотези про наявність впливу галузевої приналежності на розподіл величин мультиплікаторів була розглянута галузева структура отриманих кластерів (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Галузева структура кластерів

Галузь \ Кластери (К)	Кількість підприємств кластеру, шт.								Разом за вибіркою
	К1	К2	К3	К4	К5	К6	К7	К8	
Гірничо-збагачувальні комбінати	1	3	-	2	-	-	-	-	6
Машинобудування	2	-	-	11	3	12	-	1	29
Виробництво коксу	-	2	-	1	-	4	-	-	7
Хімічна промисловість	1	1	-	4	-	2	1	-	9
Енергетика	1	-	-	6	2	2	1	9	21
Газопостачання	1	-	1	1	-	6	-	-	9
Металургія	2	2	-	1	1	11	-	-	17
Нафтопереробка	-	1	-	-	-	2	-	-	3
Разом	8	9	1	26	6	39	2	10	101

Із табл. 2.4 видно, що чітка залежність розподілу емітентів фондового ринку за даними мультиплікаторів від галузевої приналежності не встановлена, оскільки підприємства, що увійшли до одного кластеру, мають розрізнену галузеву приналежність (до першого кластеру увійшли 1 підприємство з гірничо-збагачувальної галузі, 2 з машинобудівної, 1 з хімічної, 1 з енергетики, 1 з газопостачання та 2 з металургії).

У дослідженнях ІЕ РАН (Інститут економіки Російської Академії Наук) [74] сформульований кластерний підхід до промислової політики Росії на

регіональному рівні, що передбачає відмову від традиційної системи галузевих пріоритетів і перехід до політики державної підтримки конкурентоздатних кластерів взаємопов'язаних компаній, а також запропоновані способи управління процесом формування промислових утворень кластерного типу з боку регіональних органів влади в разі вибору кластера як нової інституційної одиниці російської економіки.

Відмова від галузевого критерію є важливим кроком не лише для покращення організації виробничо-господарської діяльності промислових підприємств, але і для інших сфер (зокрема послуг з оцінки бізнесу).

Для визначення кількісної та якісної міри впливу фактора галузевої приналежності на величину цінових мультиплікаторів підприємств-емітентів був проведений кореляційний аналіз із використанням «фіктивних» змінних (dummy-змінних). Dummy-змінні – це бінарні, дихотомні змінні, що можуть приймати значення 1 (якщо ознака присутня) або 0 (якщо ознака відсутня) [118]. Для перевірки впливу критерію галузевої приналежності на значення цінових мультиплікаторів залежними змінними прийняті величини аналізованих мультиплікаторів, незалежна змінна – галузь підприємства-емітента. Ряди незалежних змінних побудовані наступним чином: ряд 1 (гірничо-збагачувальні комбінати – для емітентів, що відносяться до даної галузі значення фіктивної змінної відповідатиме 1, для усіх останніх підприємств – 0) і так для кожної галузі (ряд 2 – машинобудування, ряд 3 – виробництво коксу, ряд 4 – хімічна промисловість, ряд 5 – енергетика, ряд 6 – газопостачання, ряд 7 – металургія, ряд 8 – нафтопереробка). Загальна кількість фіктивних змінних – 8, що відповідає кількості аналізованих галузей.

Результати кореляційного аналізу залежності величин цінових мультиплікаторів від критерію галузевої приналежності наведено у табл. 2.5.

Таблиця 2.5

Оцінка впливу критерію галузевої приналежності на значення цінкових мультиплікаторів підприємств-емітентів

Мультиплікатор \ Галузь	Значення коефіцієнта кореляції величин цінкових мультиплікаторів від критерію галузевої приналежності							
	1	2	3	4	5	6	7	8
P/S	-0,01	0,09	-0,03	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	0,18
P/E	-0,02	-0,09	-0,05	0,13	0,04	0,08	-0,06	-0,05
MCap/BV	0,01	-0,05	-0,04	0,00	0,17	-0,06	-0,04	-0,02
EV/S	-0,02	0,13	-0,02	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	0,02
EV/EBITDA	0,03	0,01	-0,01	0,04	0,10	-0,02	-0,13	-0,07
EV/EBIT	0,00	-0,09	-0,05	0,07	0,08	0,09	-0,06	-0,06
EV/A	0,30	-0,11	-0,09	-0,01	0,19	-0,22	-0,04	0,01
EV/IC	0,01	-0,04	-0,03	0,01	0,16	-0,10	-0,03	-0,02

Встановлення тісноти зв'язку між критерієм галузевої приналежності та значеннями цінкових мультиплікаторів здійснено за шкалою Чеддока (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Шкала Чеддока для визначення якісної міри зв'язку

Кількісна міра тісноти зв'язку	Якісна міра сили зв'язку
0,1-0,3	Слабка
0,3-0,5	Помірна
0,5-0,7	Помітна
0,7-0,9	Висока
0,9-0,99	Дуже висока

За результатами якісної оцінки міри впливу критерію галузевої приналежності на значення цінкових мультиплікаторів (табл. 2.6) встановлено, що вплив аналізованого фактора відповідає слабкому рівню, а в деяких випадках практично відсутній (значення коефіцієнта кореляції менше 0,1).

Таким чином, за результатами проведеного аналізу було визначено, що загальну кількість аналізованих емітентів за величинами їх мультиплікаторів не можна віднести до єдиної сукупності, тобто має місце особливості формування ринкової ціни акцій для різних підприємств.

Кластерний аналіз емітентів показав, що розподіл підприємств-учасників фондового ринку за величинами їх мультиплікаторів не залежить від галузевого критерію, оскільки структура сформованих кластерів не відповідає галузевій структурі аналізованої сукупності підприємств-емітентів. Крім того, кореляційний аналіз впливу показника галузевої приналежності на значення цінових мультиплікаторів довів практичну відсутність зв'язку значень цінових мультиплікаторів від галузі підприємства-емітента.

З отриманих результатів можна зробити висновок, що ринкова вартість бізнесу формується під впливом факторів, відмінних від галузевої приналежності, що має бути предметом подальшого дослідження.

Розглянутий методологічний апарат та принципи проведення оцінки активів на фондовому ринку України довели, що використання мультиплікаторів є можливим і ефективним методом оцінювання підприємств-учасників фондового ринку.

2.2. Визначення ключового цінового мультиплікатора для проведення експрес-оцінки вартості бізнесу емітентів ринку цінних паперів України

У результаті проведеного аналізу поширеності цінових мультиплікаторів у практиці оціночної діяльності в Україні та за кордоном (п. 1.2) було визначено, що існує велика кількість різноманітних мультиплікаторів, що використовуються в оцінці вартості бізнесу методами порівняльного підходу. Відсутність обґрунтованих досліджень відповідно використання конкретного цінового мультиплікатора призводить до можливості маніпулювань із ринковою вартістю підприємства, оскільки вартість, отримана із застосуванням того чи іншого мультиплікатора, може відрізнятись в декілька разів.

Метою підрозділу є визначення ключового мультиплікатора, який має бути оптимальним індикатором зміни вартості бізнесу.

Для досягнення поставленої мети визначено наступні завдання:

1. Сформувати базу даних для проведення аналізу динаміки цінових мультиплікаторів емітентів ринку цінних паперів України.
2. Провести статистичний аналіз сукупності підприємств за показниками їх цінових мультиплікаторів.
3. Визначити мультиплікатор-репрезентант (найбільш інформативний індикатор) в умовах функціонування ринку цінних паперів України.
4. Проаналізувати залежність ринкової капіталізації та вартості підприємства від значень цінових мультиплікаторів у динаміці.
5. Систематизувати результати вибору ключового цінового мультиплікатора за різними методами.

Для вирішення поставлених завдань були використані методи статистичного аналізу, метод центру тяжіння, методи кореляційного аналізу.

Формування бази даних для проведення аналізу динаміки цінових мультиплікаторів проведено наступним чином: початкова сукупність емітентів (129 підприємств), наведена в табл. Б.1-Б.5 була проаналізована за критерієм ліквідності цінних паперів. Даний критерій характеризується показником ринкової активності акції на фондовій біржі. За кордоном для визначення ліквідності цінного паперу користуються показником ринкового обороту за даним цінним папером, тобто загальної суми коштів за укладеними угодами купівлі-продажу [257]. Для умов функціонування фондового ринку України даний показник не є достатньо інформативним, оскільки на фондовому ринку мають місце єдиноразові угоди з високою загальною вартістю пакету, що може перебивати загальну вартість угод за ліквідними цінними паперами, що постійно торгуються на біржі, але невеликими пакетами.

За таких умов, більш доцільно використовувати інформацію щодо кількості укладених угод купівлі-продажу за акціями конкретного емітента або кількості днів періоду, в яких були укладені угоди купівлі-продажу акцій.

У роботі автором був використаний показник кількості днів періоду, в яких були укладені угоди купівлі-продажу за акціями. Торгівельна інформація для сукупності із 129 емітентів за 5 періодів (2007 р. – 1-ше півріччя 2009 р. в розрізі півріч) надана в табл. Д.1.

У табл. Д.1 наданий варіаційний ряд емітентів за показником загальної кількості днів, в яких були укладені угоди купівлі-продажу, за період 2007 р. – 1-ше півріччя 2009 р. в розрізі півріч.

До сукупності емітентів, за якою буде побудована модель експрес-оцінки вартості бізнесу, включені підприємства, для яких загальна кількість днів проведення угод купівлі-продажу за аналізований період складає не менше 50 днів (в середньому 10 торговельних днів за період півріччя).

За цією умовою, як видно з табл. Д.1, 56 підприємств не увійшли до сукупності емітентів, за якою буде побудована модель експрес-оцінки вартості бізнесу.

Таким чином, сформована база даних, на основі якої будуть проведені розрахунки, складається з 73 підприємств-емітентів.

За результатами проведених досліджень щодо використання цінових мультиплікаторів в практиці вітчизняних та закордонних оцінювачів були визначені найбільш поширені з них (табл. 2.7).

У табл. 2.7 наведено основні цінові мультиплікатори для оцінки власного та всього інвестованого капіталу.

Для розрахунку базових показників мультиплікаторів (чистий дохід, прибуток, активи підприємства та ін.) була використана інформація річної фінансової звітності емітентів із загальнодоступної інформаційної бази даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів [190, 191] за період 2006-2008 рр. (табл. Е.1-Е.7).

Таблиця 2.7

Характеристика найбільш поширених цінових мультиплікаторів

Мультипліка тор	Опис складових	Джерело інформації
Мультиплікатори для оцінки вартості власного капіталу		
P/S	P (price) – ціна 1 акції (за даними біржових торгів)	дані біржових торгів
	S (sales) – чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) на 1 акцію	Ф2 ст. 035/ Ф2 ст. 300
P/E	P (price) - ціна 1 акції (за даними біржових торгів)	дані біржових торгів
	E (earnings) - прибуток на 1 акцію	Ф2 ст. 220/Ф2 ст. 300
MCap/BV	MCap (market capitalization) – ринкова капіталізація	P*Ф2 ст. 300
	BV (balance value) – балансова вартість власного капіталу	Ф1 ст. 380
Мультиплікатори для оцінки вартості інвестованого капіталу		
EV/S	EV (enterprise value) - вартість підприємства	MCap+Ф1 ст. 480-Ф1 ст. 220-240
	S (sales) - чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	Ф2 ст. 035
EV/EBITDA	EV (enterprise value) - вартість підприємства	MCap+Ф1 ст. 480-Ф1 ст. 220-240
	EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization)- прибуток до виплати процентів, податків та нарахування амортизації	Ф2 ст. 170+Ф2 ст. 140+Ф2 ст. 260
EV/EBIT	EV (enterprise value) - вартість підприємства	MCap+Ф1 ст. 480-Ф1 ст. 220-240
	EBIT (earnings before interest and tax) - прибуток до виплати процентів та податків	Ф2 ст. 170+Ф2 ст. 140
EV/A	EV (enterprise value) - вартість підприємства	MCap+Ф1 ст. 480-Ф1 ст. 220-240
	A (assets) – активи підприємства	Ф1 ст. 280
EV/IC	EV (enterprise value) - вартість підприємства	MCap+Ф1 ст. 480-Ф1 ст. 220-240
	IC (invested capital)- інвестований капітал	Ф1 ст. 380+Ф1 ст. 480

Для формування інформації про котирування цінних паперів емітентів попередньо був проведений аналіз динаміки основного цінового індикатора

фондового ринку – капіталізації біржового списку ПФТС за період січень 2007 р. – травень 2009 р. [84] (п. 1.3., рис. 1.4).

Для урахування тенденції зміни ринкової вартості цінних паперів інформацію щодо котирувань доцільно використовувати не за річні періоди, а за півріччями. Таким чином, розрахункова база цінних мультиплікаторів складатиметься з 5 періодів – перше півріччя 2007 р., друге півріччя 2007 р., перше півріччя 2008 р., друге півріччя 2008 р. і перше півріччя 2009 р.

Для кожного емітента було розраховане середнє значення котирування акції для визначених періодів з використанням щоденної торгівельної інформації [85] та розраховані цінні мультиплікатори. Інформація щодо динаміки за кожним з аналізованих мультиплікаторів за 5 періодів (2007 р. – 1-ше півріччя 2009 р. в розрізі півріч) надано в табл. Ж.1-Ж.8.

Для проведення статистичного аналізу вибіркової сукупності за величинами їх цінних мультиплікаторів були розраховані наступні статистичні показники – середнє, мінімальне, максимальне значення ряду, мода, медіана, середнє квадратичне відхилення та коефіцієнт варіації для кожного мультиплікатора за п'ять аналізованих періодів.

Статистичні характеристики були розраховані на основі сукупності емітентів, очищеної від об'єктів-вирбосів (об'єкти, для яких характерні занадто високі значення мультиплікатора) та об'єктів з від'ємними значеннями мультиплікаторів (в результаті наявності збитків та від'ємному значенню величини власного капіталу), що суперечить умовам формування вартості (вартість не може бути від'ємною величиною). Результати розрахунків надано в табл. 2.8.

За даними табл. 2.8. видно, що майже для кожного з аналізованих мультиплікаторів характерна однакова тенденція – зростання у 2-му півріччі 2007 р., незначне зменшення (в деяких випадках збільшення) у 1-му півріччі 2008 р. і стрімке падіння з 2-го півріччя 2008 р. до першого півріччя 2009 р. Крім того, для кожного мультиплікатора має місце значне збільшення

коефіцієнта варіації в останньому періоді – першому півріччі 2009 року, що пов'язано з розвитком кризової ситуації у країні.

Таблиця 2.8

Статистичний аналіз вибіркової сукупності емітентів за величинами їх цінкових мультиплікаторів

Мультиплікатор	Статистичний показник	Дані показників за періодами				
		1-ше півріччя 2007 р.	2-ге півріччя 2007 р.	1-ше півріччя 2008 р.	2-ге півріччя 2008 р.	1-ше півріччя 2009 р.
1	2	3	4	5	6	7
P/S	Кількість об'єктів після виключення вибросів	73	73	73	73	73
	Середнє значення мультиплікатора	1,12	1,84	1,77	0,96	0,52
	Мінімальне значення мультиплікатора	0,00	0,00	0,33	0,11	0,03
	Максимальне значення мультиплікатора	4,39	7,15	6,69	5,62	3,82
	Мода	0,37	1,43	0,93	0,42	0,16
	Медіана	0,91	1,43	1,51	0,66	0,31
	Середнє квадратичне відхилення	0,85	1,40	1,25	0,90	0,64
	Коефіцієнт варіації	75,89	76,09	70,62	93,75	123,08
P/E	Кількість об'єктів після виключення вибросів	59,00	56,00	59,00	63,00	50,00
	Середнє значення мультиплікатора	72,16	85,38	87,99	70,51	30,26
	Мінімальне значення мультиплікатора	3,15	4,08	7,49	1,88	1,05
	Максимальне значення мультиплікатора	464,64	494,11	396,43	459,87	456,21
	Мода	-	-	-	-	2,48
	Медіана	22,65	37,02	27,80	15,17	9,62
	Середнє квадратичне відхилення	106,77	110,14	108,65	107,82	69,44
	Коефіцієнт варіації	147,96	129,00	123,48	152,91	229,48
МСap/ BV	Кількість об'єктів після виключення вибросів	66	69	71	71	69
	Середнє значення мультиплікатора	3,62	5,61	5,59	3,04	2,05
	Мінімальне значення мультиплікатора	0,51	0,56	0,55	0,21	0,07
	Максимальне значення мультиплікатора	28,59	35,85	33	18,47	19,96
	Мода	0,81	0,75	1,56	0,52	0,6
	Медіана	2,405	3,85	3,84	1,5	0,9
	Середнє квадратичне відхилення	4,63	6,1	5,81	3,66	3,16
	Коефіцієнт варіації	127,90	108,73	103,94	120,39	154,15

Продовження табл. 2.8

1	2	3	4	5	6	7
EV/S	Кількість об'єктів після виключення вибросів	73	73	73	73	73
	Середнє значення мультиплікатора	1,22	1,95	1,85	1,04	0,64
	Мінімальне значення мультиплікатора	0,06	0,06	0,33	0,1	0,03
	Максимальне значення мультиплікатора	5,51	7,3	6,49	5,79	3,97
	Мода	0,46	0,87	0,97	0,55	0,15
	Медіана	1,02	1,53	1,46	0,86	0,44
	Середнє квадратичне відхилення	0,91	1,44	1,23	0,9	0,67
	Коефіцієнт варіації	74,59	73,85	66,49	86,54	104,69
EV/EB ITDA	Кількість об'єктів після виключення вибросів	70	70	71	71	59
	Середнє значення мультиплікатора	12,9	20,77	21,49	12,3	9,77
	Мінімальне значення мультиплікатора	0,99	0,99	5,57	1,03	0,19
	Максимальне значення мультиплікатора	48,75	97,77	144,56	80,09	72,47
	Мода	19,18	34,39	8,46	-	8,53
	Медіана	9,935	14,95	14,89	7,94	5,9
	Середнє квадратичне відхилення	10,41	16,9	21,3	14,27	12,97
	Коефіцієнт варіації	80,70	81,37	99,12	116,02	132,75
EV/EB IT	Кількість об'єктів після виключення вибросів	69	68	67	68	51
	Середнє значення мультиплікатора	30,07	40,53	39,93	25,87	12,33
	Мінімальне значення мультиплікатора	1,71	1,72	7,32	1,36	0,22
	Максимальне значення мультиплікатора	263,01	259,89	228,16	262,57	151,25
	Мода	13,31	-	7,64	-	-
	Медіана	13,31	22,525	18,65	10,415	6,65
	Середнє квадратичне відхилення	47,32	47,57	50,41	41,21	21,53
	Коефіцієнт варіації	157,37	117,37	126,25	159,30	174,61
EV/A	Кількість об'єктів після виключення вибросів	73	73	73	73	73
	Середнє значення мультиплікатора	1,30	2,09	2,14	1,20	0,72
	Мінімальне значення мультиплікатора	0,09	0,09	0,47	0,14	0,02
	Максимальне значення мультиплікатора	4,47	6,02	6,75	5,90	4,08
	Мода	0,58	0,65	1,30	0,42	0,81
	Медіана	1,01	1,75	1,66	0,77	0,50
	Середнє квадратичне відхилення	0,91	1,42	1,48	1,06	0,70
	Коефіцієнт варіації	70,00	67,94	69,16	88,33	97,22

Продовження табл. 2.8

1	2	3	4	5	6	7
EV/IC	Кількість об'єктів після виключення вибросів	69	69	72	71	71
	Середнє значення мультиплікатора	2,28	3,86	4,14	2,10	1,35
	Мінімальне значення мультиплікатора	0,28	0,28	0,58	0,27	0,08
	Максимальне значення мультиплікатора	9,11	15,11	17,64	8,16	5,86
	Мода	0,68	0,81	2,00	0,54	0,39
	Медіана	1,66	3,00	3,04	1,42	0,98
	Середнє квадратичне відхилення	1,86	3,35	3,64	1,85	1,25
	Коефіцієнт варіації	81,58	86,79	87,92	88,10	92,59

Аналізуючи варіабельність вибірок за величинами мультиплікаторів, треба сказати, що за жодним з показників не виконується вимога щодо узгодженості сукупності. Найменший коефіцієнт варіації для всіх 5 аналізованих періодів характерний для мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства та величини його активів), що свідчить про найбільш узгоджений характер розподілу емітентів за мультиплікатором EV/A.

Крім того, необхідно відмітити, що для кожного з аналізованих мультиплікаторів має місце перевищення середнього значення діапазону над медіаною, що свідчить про наявність асиметрії в розподілі величин цінкових мультиплікаторів.

Графіки розподілу та розсіювання для кожного з аналізованих мультиплікаторів надано на рис. 2.2.

Як видно з рис. 2.2., майже для всіх мультиплікаторів характерна правобічна асиметрія (відповідає умові перевищення середнього значення діапазону над медіаною [215]), що свідчить про превалювання низьких значень мультиплікаторів для українських емітентів та недооцінку вартості підприємств ринком.

Мультиплікатор-репрезентант (найбільш інформативний показник) був встановлений з використанням методу центру тяжіння за наступним алгоритмом:

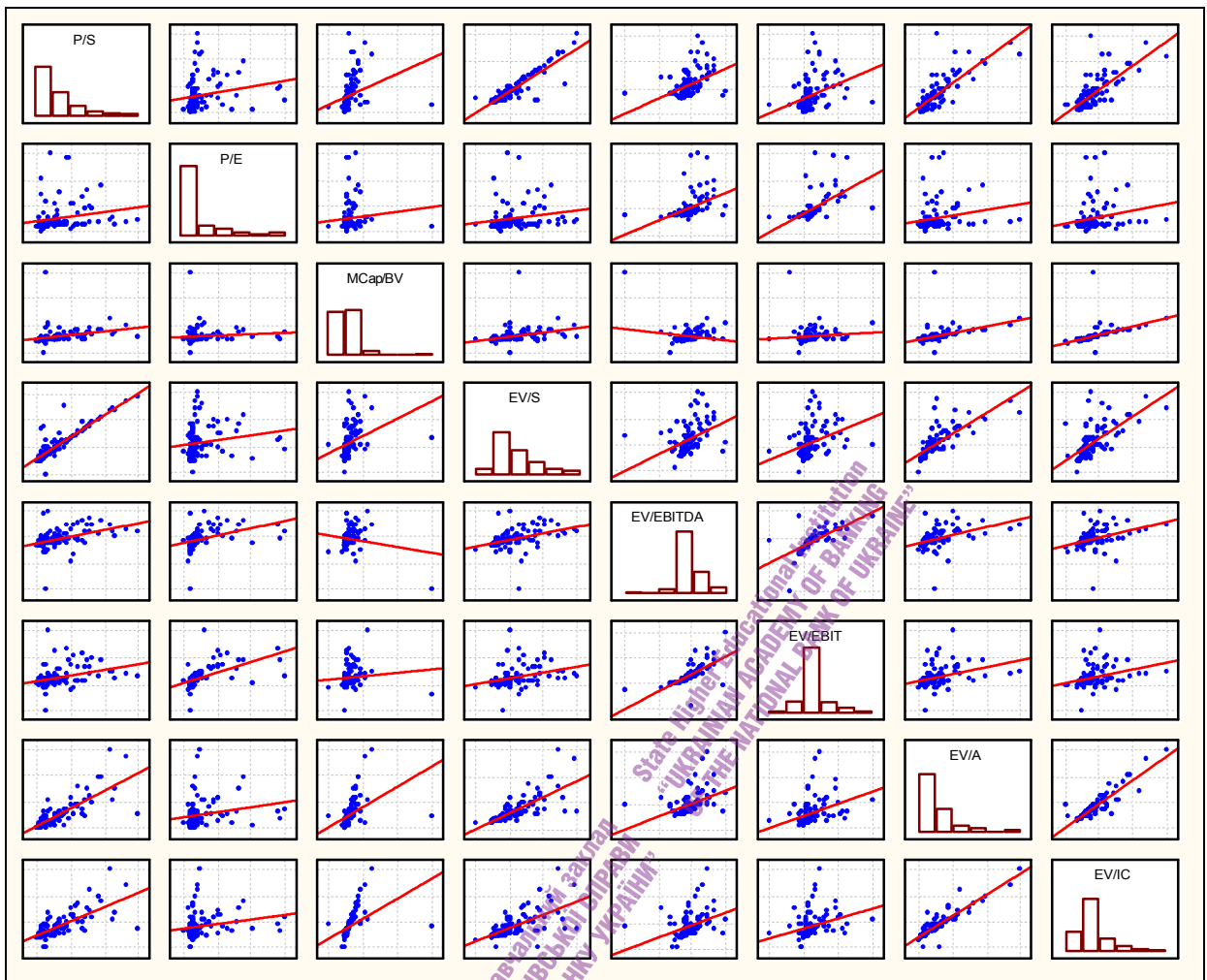


Рис. 2.2. Матричні графіки розподілу та розсіювання аналізованих цінових мультиплікаторів

- 1) проведено стандартизацію початкових даних вибіркової сукупності (за формулою 1.5);
- 2) побудовано матриці відстаней між значеннями цінових мультиплікаторів для кожного з періодів (за формулою 2.6);
- 3) розраховано суми відстаней для кожного мультиплікатора до всіх останніх показників впродовж п'яти аналізованих періодів;
- 4) за мінімальним значенням сумарної відстані визначений мультиплікатор-репрезентант.

Результати розрахунку сум відстаней між ціновими мультиплікаторами за кожним з аналізованих періодів надані в табл. 3.1 – 3.5.

За результатами розрахунків було визначено, що в чотирьох (перше і друге півріччя 2007 р., друге півріччя 2008 р. та перше півріччя 2009 р.) з п'яти аналізованих періодів мультиплікатором-репрезентантом (найбільш інформативним з показників) став мультиплікатор EV/A.

Аналіз залежності ринкової капіталізації та вартості підприємства від значень цінових мультиплікаторів проведено з використанням методу кореляційного аналізу. Розрахунок коефіцієнтів кореляції проведено на основі даних вибіркової сукупності з 73 підприємств-емітентів. Коефіцієнти парної кореляції аналізованих показників надано в табл. 2.9.

Таблиця 2.9

Динаміка залежності ринкової капіталізації і вартості підприємства від величини цінових мультиплікаторів

Мультиплікатор Показник вартості	P/S	P/E	MCap / BV	EV/S	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	EV/A	EV/IC
Перше півріччя 2007 р.								
MCap	0,35	-0,07	-0,05	0,31	0,06	-0,03	0,46	-0,05
EV	0,35	-0,06	-0,05	0,33	0,06	-0,02	0,46	-0,05
Друге півріччя 2007 р.								
MCap	0,31	-0,04	-0,04	0,29	0,05	-0,05	0,41	-0,04
EV	0,31	-0,04	-0,04	0,29	0,05	-0,05	0,41	-0,05
Перше півріччя 2008 р.								
MCap	0,34	-0,09	-0,03	0,33	-0,13	-0,04	0,37	-0,03
EV	0,34	-0,09	-0,04	0,34	-0,13	-0,04	0,37	-0,04
Друге півріччя 2008 р.								
MCap	0,45	-0,07	0,00	0,43	-0,04	-0,02	0,45	-0,01
EV	0,45	-0,07	-0,01	0,44	-0,04	-0,02	0,46	-0,01
Перше півріччя 2009 р.								
MCap	0,57	-0,04	0,13	0,51	0,05	0,05	0,67	0,36
EV	0,56	-0,04	0,12	0,52	0,06	0,04	0,68	0,36

За результатами табл. 2.9 можна встановити, що найбільший взаємозв'язок з вартісними показниками має мультиплікатор EV/A (відношення вартості підприємства і величини його активів) у всіх аналізованих періодах.

Спираючись на дані табл. 2.6 (шкала Чеддока), можна визначити, що у 2007-2008 рр. (перше і друге півріччя) мультиплікатор EV/A і вартісні

показники підприємства мали помірний зв'язок, для першого півріччя 2009 р. характерна помітна сила зв'язку.

Крім того, необхідно зазначити, що помітний зв'язок з вартісними показниками підприємства спостерігався для мультиплікатора P/S (відношення ринкової капіталізації та чистого доходу підприємства) у першому півріччі 2009 р.

Таким чином, у результаті проведених розрахунків встановлено, що ключовим мультиплікатором, який найкращим чином відображує динаміку вартості підприємств, є мультиплікатор EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів). Передумовою вибору даного мультиплікатору стали наступні критерії:

1. Найбільш узгоджені значення мультиплікатора за аналізований період (вбіркова сукупність за показником EV/A характеризується найменшим коефіцієнтом варіації).

2. Найбільш інформативний показник у порівнянні з іншими ціновими мультиплікаторами (у чотирьох з п'яти аналізованих періодах мультиплікатором-репрезентантом став показник EV/A).

3. Для мультиплікатора EV/A характерний найтісніший зв'язок з вартісними показниками у порівнянні з іншими мультиплікаторами;

4. Відповідність напрямкам реалізації державних програм у сфері корпоративного управління (з метою підвищення ефективності управління корпоративними правами держави в господарських товариствах, у статутному капіталі яких є державна частка, Фондом державного майна України були розроблені критерії, за якими вона оцінюється [163], до групи критеріїв ефективності прийняття управлінських рішень органами управління об'єкта державної власності включено тенденції зміни вартості активів, що доводить доцільність використання в якості ключового цінового мультиплікатора показника, розрахованого на базі вартості активів підприємства).

На наступному етапі дослідження необхідним є визначення фундаментальних показників, що впливають на величину встановленого ключового цінового мультиплікатора EV/A .

2.3. Вибір якісних та кількісних показників для розробки методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу

Одним з етапів оцінки вартості бізнесу з використанням ринкового мультиплікатора є встановлення фундаментальних показників, що його визначають, та розгляд трансформації коливань цих показників у динаміку величини цінового мультиплікатора [44, с. 611].

Підхід до побудови регресійних рівнянь для цінових мультиплікаторів, що показують залежність величини мультиплікатора від значень фінансових коефіцієнтів, був започаткований А. Дамодараном [44].

Дослідник пропонує поняття домінуючої змінної (контактної), що найбільшим чином впливає на розподіл відповідного цінового мультиплікатора. Наприклад, для мультиплікатора $M_{ср}/BV$ (відношення ринкової та балансової вартості власного капіталу) контактною змінною є коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE – return on equity), для мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства та величини активів) контактною змінною виступає коефіцієнт рентабельності активів (ROA – return on assets) [44].

При цьому запропоновані А. Дамодараном рівняння регресії для найбільш поширених цінових мультиплікаторів є багатofакторними моделями. У табл. 2.10 наведені приклади побудованих моделей для визначеного в якості ключового цінового мультиплікатора EV/A за період 2005-2009 рр. відповідно для фондового ринку США, Європейського ринку, фондового ринку Японії та ринків цінних паперів, що розвиваються [87].

Таблиця 2.10

Рівняння регресії для ключового мультиплікатора EV/A за період 2005-2009 рр.

Рік	Фондові ринки, за даними яких побудовано регресійні моделі			
	США	Європа	Японія	Ринки, що розвиваються
2005	$1,851 + 0,149 * g \text{ (rev)} + 0,0406 * \text{ROC} - 0,0413 * \text{D/C} - 0,0026 * \text{RiR} \text{ (R}^2 = 49,9\%)$	$1,179 + 0,0897 * \text{ROC} + 0,0071 * g - 0,00004 * \text{RiR} \text{ (R}^2 = 40,9\%)$	$-0,246 + 0,0073 * (\text{D/C}) + 0,157 * \text{ROC} + 0,0003 * \text{RiR} + 0,9272 * g \text{ (R}^2 = 66,3\%)$	$2,38 + 0,05 * \text{ROC} - 0,034 * (\text{D/C}) + 0,0009 * \text{RiR} \text{ (R}^2 = 23,7\%)$
2006	$0,211 * g \text{ (rev)} + 0,102 * \text{ROC} - 0,003 * (\text{D/E}) - 0,008 * \text{RiR} \text{ (R}^2 = 57,3\%)$	$1,737 + 0,138 * \text{ROC} - 0,002 * \text{RiR} - 0,016 * (\text{D/C}) \text{ (R}^2 = 52,2\%)$	$1,360 - 0,0208 * (\text{D/C}) + 0,0021 * \text{RiR} + 0,179 * \text{ROC} \text{ (R}^2 = 45,3\%)$	$3,45 + 0,097 * \text{ROC} - 0,067 * (\text{D/C}) \text{ (R}^2 = 35,3\%)$
2007	$0,171 * g \text{ (rev)} + 0,120 * \text{ROC} - 0,002 * (\text{D/E}) \text{ (R}^2 = 57,1\%)$	$1,874 + 0,136 * \text{ROC} - 0,019 * \text{D/C} \text{ (R}^2 = 23,8\%)$	$0,0009 * (\text{D/C}) + 0,268 * \text{ROC} \text{ (R}^2 = 54,6\%)$	$1,737 + 0,138 * \text{ROC} - 0,016 * (\text{D/C}) - 0,002 * \text{RiR} \text{ (R}^2 = 52,2\%)$
2008	$41,33 * g \text{ (rev)} + 11,34 * \text{ROC} - 8,67 * (\text{D/C}) \text{ (R}^2 = 70,0\%)$	$2,446 + 4,702 * \text{ROC} - 2,29 * (\text{D/C}) \text{ (R}^2 = 27,7\%)$	$1,25 + 0,665 * (\text{D/C}) + 6,735 * \text{ROC} \text{ (R}^2 = 53,4\%)$	$5,262 + 6,189 * \text{ROC} - 13,268 * (\text{D/C}) + 5,97 * g \text{ (R}^2 = 33,3\%)$
2009	$1,10 + 3,99 * g + 5,06 * \text{ROC} - 1,35 * (\text{D/C}) \text{ (R}^2 = 50,1\%)$	$2,17 + 1,07 * g + 1,45 * \text{ROC} - 2,12 * (\text{D/C}) \text{ (R}^2 = 33,4\%)$	$0,84 + 0,70 * g + 6,71 * \text{ROC} \text{ (R}^2 = 37,3\%)$	$1,88 + 0,73 * g + 3,39 * \text{ROC} - 2,30 * (\text{D/C}) \text{ (R}^2 = 41,4\%)$

Пояснення до наведених рівнянь надані нижче:

g (rev) – очікувані темпи приросту виручки (доходу) на наступні 5 років;

ROC (Return on Capital) – рентабельність капіталу (= $EBIT \cdot (1 - \text{ставка податку на прибуток}) / (\text{балансова вартість позикового капіталу} + \text{балансова вартість власного капіталу} - \text{грошові кошти})$);

D/C (Debt/Capital) – співвідношення позикового і власного капіталу (розраховується як відношення балансової вартості позикового капіталу до суми ринкової вартості власного капіталу і балансової вартості позикового капіталу);

D/E (Debt/Equity) – відношення балансової вартості позикового капіталу і ринкової вартості власного капіталу;

RiR (Reinvestment Rate) – ставка реінвестицій (= $(\text{капітальні витрати} - \text{амортизаційні відрахування} + \text{зміни в робочому капіталі}) / (EBIT \cdot (1 - \text{ставка податку на прибуток}))$);

g – очікувані темпи приросту прибутку на наступні 5 років.

Як видно з наведених рівнянь регресії (табл. 2.10), побудованих А. Дамодараном, в якості незалежних змінних використовуються кількісні показники – коефіцієнти рентабельності та структури капіталу підприємства, а також темпи приросту прибутку і виручки від реалізації продукції.

При цьому, необхідно відзначити, що для фондових ринків, які розвиваються, темпи приросту прибутку присутні в рівнянні регресії лише в останніх двох періодах – 2008-2009 рр.

Таким чином, метою даного підрозділу є формування переліку кількісних та якісних показників для побудови моделі експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора, в якості якого був визначений показник EV/A (відношення вартості підприємства та величини активів).

Для досягнення поставленої мети були вирішені наступні завдання:

- 1) проаналізувати структуру і склад фінансово-економічних показників офіційних методик оцінки фінансового стану підприємств;
- 2) провести початковий відбір кількісних показників, потенційно можливих для включення в модель експрес-оцінки бізнесу, за визначеними критеріями;
- 3) за результатами вітчизняних і закордонних досліджень проаналізувати найбільш поширені якісні критерії, що мають вплив на вартість бізнесу;
- 4) сформулювати початковий перелік якісних показників, потенційно можливих для включення в модель експрес-оцінки бізнесу.

Відповідно до Національного стандарту оцінки № 3 [171], одним з етапів оцінки вартості цілісного майнового комплексу є проведення аналізу майнового стану та фінансово-господарської діяльності підприємства.

Для відбору фінансових показників потенційно можливих для включення в розроблювану модель автором було розглянуто 10 методик аналізу фінансово-господарського стану підприємства, затверджених міністерствами й відомствами України, а саме:

Методика 1: «Методика аналізу фінансово-господарської діяльності підприємств державного сектору економіки» Міністерства фінансів України [164];

Методика 2: «Порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків» (п. 4.3. – Оцінка кредитоспроможності позичальника) Національного банку України [175];

Методика 3: «Методика формування небанківськими фінансовими установами резерву для покриття ризиків неповернення основного боргу за кредитами, гарантіями, поруками, придбаними цінними паперами, іншими видами заборгованості, визнаними нестандартними» (Розділ 2. – Оцінка фінансового стану клієнта) Державної Комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [168];

Методика 4: «Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій» Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій [165];

Методика 5: «Методика проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій» Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій [167];

Методика 6: «Порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації» Міністерства фінансів України та Фонду державного майна України [174];

Методика 7: «Методичні рекомендації по аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій» Державної податкової адміністрації України [267];

Методика 8: «Методичні рекомендації щодо проведення аналізу фінансового стану підприємства-боржника при отриманні відстрочок (розстрочок)» Державної податкової адміністрації України [177];

Методика 9: «Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства» Міністерства економіки України [169];

Методика 10: «Методичні рекомендації щодо підготовки аудиторського висновку при перевірці відкритих акціонерних товариств та підприємств - емітентів облігацій (крім банків)» (підрозділ «Аналіз показників фінансового стану акціонерного товариства та підприємства - емітента облігацій») Аудиторської палати України [136].

Для відбору фінансових коефіцієнтів, що потенційно можуть бути включені в модель розрахункової побудови цінового мультиплікатора, автором був проведений аналіз структурного складу зазначених методик за групами показників (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

Структура аналізованих методик за групами показників

Група показників	Кількість показників групи в методиці										Кількість згадувань
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Аналіз структури та динаміки балансу (активів, дебіторської заборгованості, власного капіталу, зобов'язань)	+						+	+			4
Аналіз структури та динаміки фінансових результатів	+						+	+			3
Факторний аналіз валового прибутку (збитку)	+										1
Аналіз структури та динаміки операційних витрат за економічними елементами	+										1
Аналіз структури та динаміки витрат (аналіз витрат на виробництво)	+				+		+				3
Аналіз структури доходів підприємства (за видами діяльності)	+										1
Аналіз ефективності фінансово-господарської діяльності	14										1
Показники ліквідності		3	3	5	1	4	7		11	4	7
Показники платоспроможності					3					4	5
Показники фінансової стійкості (незалежності), аналіз джерел власних коштів		2	2	9	4	4	2		25		7

Продовження табл. 2.11

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Показники рентабельності (прибутковості)		2	2	5	1	4	5		5	4	8
Показники грошових потоків (аналіз руху грошових коштів)		1	1				1				3
Показники майнового стану (аналіз стану та використання основних фондів)				4	1	3	3	4	8	3	7
Показники ділової активності (оборотності)				8	4	8	1			8	5
Показники ринкової активності (прибутковості акцій)				3						3	2
Показники кредитоспроможності (надійності)								11			1
Загальна кількість показників у методиці	14	8	8	34	14	23	19	15	49	26	-



Як видно з табл. 2.11, для Методики № 1 не характерний розподіл фінансових коефіцієнтів за аналітичними групами, до складу використовуваних в ній коефіцієнтів аналізу ефективності фінансово-господарської діяльності (14 коефіцієнтів) включені показники з різних аналітичних груп – майнового стану, рентабельності, оборотності, фінансової стійкості, ліквідності. Подібна ситуація присутня в Методиці № 8 – в ній окремо виділені показники майнового стану, а коефіцієнти ліквідності, оборотності, платоспроможності згруповані разом (11 коефіцієнтів) і утворюють групу показників кредитоспроможності (надійності) підприємства-боржника. Також в аналізованих методиках присутні розбіжності щодо формування аналітичних груп показників – так, Методики № 2, № 3, № 7 об'єднують показники платоспроможності з показниками ліквідності в одну групу, а Методики № 4 і № 6 – з показниками фінансової стійкості (незалежності), Методика № 5 розділяє окремо показники ліквідності (визначаються показником абсолютної ліквідності підприємства), платоспроможності і фінансової стійкості.

Відбір показників фінансово-економічного стану, які будуть включені в модель оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором, проведено в два етапи.

На першому етапі проведений вибір коефіцієнтів, які потенційно можуть бути включені в модель, для цього були висунуті наступні критерії відбору:

- 1) показник повинен бути присутній більш, ніж в одній з аналізованих методик;
- 2) показник повинен розраховуватись на основі даних Форми 1 (Баланс) і/або Форми 2 (Звіт про фінансові результати);
- 3) показник повинен бути відносним або вимірюватись у грошовому еквіваленті.

Перший етап відбору коефіцієнтів фінансово-економічного стану наведений у табл. И. 1. За результатами аналізу фінансових коефіцієнтів, що

розраховуються в межах розглянутих методик, було виділено 74 показники з різних аналітичних груп.

За умови виконання висунутих критеріїв в якості коефіцієнтів, що потенційно можуть бути використані в моделі розрахунку вартості бізнесу за ключовим мультиплікатором, визначено наступні: коефіцієнт зносу основних засобів (X1), частка оборотних коштів в активах (X2), коефіцієнт поточної ліквідності (покриття) (X3), коефіцієнт швидкої ліквідності (X4), коефіцієнт абсолютної ліквідності (X5), робочий капітал (чистий оборотний капітал) (X6), коефіцієнт маневреності робочого капіталу (X7), коефіцієнт маневреності власного капіталу (X8), коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами (X9), коефіцієнт незалежності (платоспроможності, автономії) (X10), коефіцієнт фінансової залежності (X11), коефіцієнт фінансування (заборгованості) (X12), коефіцієнт фінансової стійкості (X13), коефіцієнт концентрації залученого капіталу (X14), коефіцієнт фінансового левериджу (X15), коефіцієнт рентабельності власного капіталу (X16), коефіцієнт рентабельності активів (X17), коефіцієнт рентабельності сукупного капіталу (X18), коефіцієнт рентабельності діяльності (рентабельність продажу) (X19), коефіцієнт рентабельності продукції (X20), фондвіддача (X21), коефіцієнт оборотності виробничих запасів (X22), коефіцієнт оборотності власного капіталу (X23), коефіцієнт оборотності активів (основного капіталу) (X24), коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості (X25), коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості (X26), коефіцієнт оборотності оборотних засобів (X27).

Для вибору якісних змінних, які можуть бути включені в модель розрахунку вартості бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора, був проведений аналіз розглянутих в п. 1.3 якісних критеріїв відбору компаній-аналогів, а також факторів, що враховуються при проведенні фундаментального аналізу акцій [34, 106, 231, 241, 257]. Критерії відбирались при виконанні наступних умов:

1) частота згадувань в розглянутих теоретичних дослідженнях з даної теми;

2) інформація для визначення показника повинна міститися в публічному звіті емітента або в базі даних фондової біржі ПФТС.

Відповідно до рішення ДКЦПФР [176] про розкриття регулярної інформації відкриті акціонерні товариства та підприємства-емітенти облігацій повинні щорічно опубліковувати річний звіт емітента в одному із офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, або розмістити інформацію на одному з офіційних веб-сайтів – Державної установи "Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України" [190], в загальнодоступній інформаційній базі даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів [191].

Річна інформація емітентів цінних паперів (крім емітентів облігацій місцевих позик) наведена в табл. К.1.

У табл. 2.12 наданий вибір якісних показників, які потенційно можуть впливати на розподіл ключового мультиплікатора EV/A .

Таким чином, за результатами табл. 2.12 було відібрано шість якісних критеріїв: розмір підприємства, диверсифікація продуктової структури, місцезнаходження, строк економічного життя підприємства, географічна диверсифікованість, якість менеджменту.

Для характеристики критерію розміру підприємства були використані показники, що відповідають вимогам п. 7 ст. 63 Господарського Кодексу України [40] – обсяг доходу від реалізації продукції за рік та середньооблікова чисельність працюючих за звітний (фінансовий) рік.

Відповідно до зазначеної статті Господарського Кодексу великими вважаються підприємства, середньооблікова чисельність яких перевищує 250 чоловік, а річний чистий дохід більший за 100 млн. грн. Оскільки річний дохід підприємства має достатньо велику розмірність і включення його до моделі розрахунку є незручним, в якості показника, що характеризуватиме

розмір підприємства використане відношення чистого доходу підприємства до нормативного значення чистого доходу для великих підприємств.

Таблиця 2.12

Вибір якісних критеріїв для оцінки бізнесу за ключовим мультиплікатором

Критерій	Посилання	Частота згадувань в теоретичних дослідженнях	Наявність інформації в річному публічному звіті	Відбір критерію в розроблювальну модель
Розмір підприємства	[19, 42, 44, 72, 107, 130, 153, 195, 196, 237, 250, 265, 268]	13	+	+
Одно- або багатопродуктовість бізнесу (диверсифікація продуктової структури)	[34, 72, 130, 153, 195, 237, 249, 265, 268]	9	+	+
Ринки збуту продукції	[34, 237]	2	+	-
Місцезнаходження	[19, 72, 233, 250, 265]	5	+	+
Строк економічного життя підприємства	[19, 153, 195, 249, 265]	5	+	+
Географічна диверсифікованість	[130, 153, 195, 237, 268]	5	+	+
Кількісні знижки на сировину	[153, 195]	2	-	-
Цінові розходження за подібними товарами	[153, 195]	2	-	-
Якість менеджменту	[42, 44, 72, 107, 153, 195, 232, 237, 250, 265]	10	+	+
Місце компанії на ринку	[34, 195]	2	+	-
Питома вага профільної продукції	[19, 195, 196]	3	+	-
Перспективи зростання	[44, 153, 195, 237]	4	-	-
Здатність до виплати дивідендів	[44, 195, 232, 237]	4	+	-

Диверсифікація продуктової структури і географічна диверсифікованість для аналізованих емітентів визначалася на основі розділу 19 «Опис бізнесу» річного звіту емітента (табл. К.1) як кількість видів продукції, що виробляється підприємством та кількість країн світу, в яких реалізується продукція підприємства відповідно.

Для характеристики місцезнаходження підприємств-емітентів була використана інформація рейтингів інвестиційної привабливості регіонів України за період 2006-2008 рр. [188].

Строк економічного життя підприємства визначено на основі періоду діяльності підприємства від дати державної реєстрації – розділ 4 «Інформація про державну реєстрацію емітента» річного звіту емітента (табл. К.1).

Критерій якість менеджменту визначався на основі інформації про володіння посадовими особами емітента акціями емітента (розділ 13 річного звіту, табл. К.1), інформації про осіб, що володіють 10 відсотків та більше акцій емітента (розділ 14 річного звіту, табл. К.1), інформації про стан корпоративного управління (розділ 23 річного звіту, табл. К.1). Для характеристики даного критерію були розраховані наступні показники:

- 1) частка акцій, які належать посадовим особам емітента від їх загальної кількості;
- 2) кількість осіб, що володіють 10 % та більше акцій емітента;
- 3) найбільша частка, зосереджена у власності однієї особи;
- 4) кількість проведених загальних зборів за період;
- 5) наявність спеціалізованої посади або відділу, що відповідає за роботу з акціонерами.

Крім обраних якісних критеріїв, що характеризуються внутрішньою інформацією підприємства, базуючись на закордонному досвіді фундаментальної оцінки акцій [42, 44, 69, 107, 195, 237, 257, 268], вагомий вплив на вартість цінних паперів мають їх ринкові характеристики.

Зокрема, враховуючи умови функціонування фондового ринку України, були виділені наступні критерії, які потенційно можуть бути включені в модель оцінки бізнесу на основі ключового мультиплікатора:

- 1 Рівень ліквідності цінного паперу (оскільки період дослідження ринкової інформації за 2009 р. складає 6 місяців, даний показник буде визначено як середня кількість днів за період 6 місяців, в яких були укладені угоди купівлі-продажу за даною акцією).

2. Ринкова історія (характеризується періодом перебування в біржовому списку ПФТС від дати внесення).

3. Використання акцій емітента для розрахунку індексу ПФТС.

4. Рівень котирувального листа (умови внесення акцій підприємства-емітента до котирувального листа фондової біржі ПФТС надано в п. 1.3., табл. 1.4).

Загальний склад показників та їх умовні позначення, що характеризують якісні критерії, потенційно можливі для включення в модель оцінки бізнесу за ключовим мультиплікатором, надано в табл. 2.13.

Таблиця 2.13

Показники для характеристики якісних критеріїв

Показник	Умовне позначення
Відношення фактичного значення обсягу чистого доходу від реалізації продукції за рік до нормативного для великих підприємств	P1
Середньооблікова чисельність працюючих за звітний (фінансовий) рік	P2
Кількість видів продукції, що виробляється підприємством	P3
Кількість країн світу, в яких реалізується продукція підприємства	P4
Рейтинг інвестиційної привабливості регіону України, в якому знаходиться емітент	P5
Період діяльності підприємства від дати державної реєстрації	P6
Частка акцій, які належать посадовим особам емітента від їх загальної кількості	P7
Кількість осіб, що володіють 10 % та більше акцій емітента	P8
Найбільша частка, зосереджена у власності однієї особи	P9
Кількість проведених загальних зборів за період	P10
Наявність спеціалізованої посади або відділу, що відповідає за роботу з акціонерами	P11
Середня кількість днів за період 6 місяців, в яких були укладені угоди купівлі-продажу за акцією	P12
Період перебування в біржовому списку ПФТС від дати внесення	P13
Використання акцій емітента для розрахунку індексу ПФТС	P14
Рівень котирувального листа	P15

За результатами табл. 2.13 видно, що на першому етапі було відібрано 15 якісних показників, що характеризують шість визначених як найпоширеніші кількісні критерії, з яких буде здійснений вибір якісних змінних у модель оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором.

Таким чином, у результаті проведених досліджень був реалізований перший етап відбору якісних та кількісних показників, що потенційно можуть бути включені в модель експрес-оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором; сформований початковий перелік кількісних показників (коефіцієнтів фінансово-економічного стану підприємства), до складу якого увійшли 27 коефіцієнтів з різних аналітичних груп, та перелік якісних показників, що складається з 15 якісних змінних, які характеризують 6 найбільш поширених якісних критеріїв, що впливають на вартість бізнесу та базуються на внутрішній інформації підприємства – розмір підприємства, диверсифікація продуктової структури, місцезнаходження, стадія життєвого циклу підприємства, географічна диверсифікованість, якість менеджменту, а також показники ринкових характеристик акцій підприємства-емітента.

На наступному етапі дослідження необхідне проведення вибору із початково сформованого переліку якісних та кількісних змінних тих, що найбільшою мірою впливають на значення ключового цінового мультиплікатора EV/A та не є взаємозалежними.



Висновки до розділу II

1. Проаналізовано підходи вітчизняних та закордонних оцінювачів до відбору об'єктів порівняння та визначено два основних напрямки – формування списку об'єктів порівняння на основі галузевого критерію відбору або на основі ключових характеристик бізнесу (значення доходності, ризикованості цінних паперів та темпами приросту грошових потоків) не залежно від галузі об'єкта оцінки. На основі аналізу досліджень з даної теми,

визначено перелік можливих критеріїв відбору та проведено їх розподіл на якісні та кількісні.

2. Встановлено, що для кожного з розрахованих мультиплікаторів гіпотеза про тотожність вибірок за галузями єдиної генеральній сукупності повинна бути відхилена (на основі методу непараметричного дисперсійного аналізу за допомогою непараметричного рангового критерію Краскела та Уолліса), що свідчить про існування особливостей формування ринкової ціни акції для різних підприємств.

3. Із використанням методів кластерного аналізу (агломеративно-ієрархічний метод та метод К-середніх) була відкинута гіпотеза про наявність впливу галузевої приналежності на розподіл значень цінних мультиплікаторів, що доводиться аналізом галузевої структури отриманих кластерів.

4. Із використанням методів кореляційно-регресійного аналізу з фіктивними змінними доведено низьку ступінь впливу галузевої приналежності на розподіл значень цінних мультиплікаторів підприємств-емітентів, що не дозволяє проводити підбір об'єктів-аналогів за галуззю об'єкта оцінки.

5. На основі проведених статистичних розрахунків – аналізу варіабельності визначених в п. 1.2 найбільш поширених цінних мультиплікаторів, встановлено мультиплікатор-репрезентант (найбільш інформативного показника) в умовах функціонування ринку цінних паперів України та аналізу залежності ринкової капіталізації і вартості підприємства від значень цінних мультиплікаторів було доведено в якості ключового використання цінного мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів).

6. Проаналізовано закордонний досвід побудови моделей регресії для опису варіації цінного мультиплікатора EV/A . В основному, розглянуті моделі базуються на врахуванні кількісних показників фінансового стану підприємства, при цьому загальні коефіцієнти кореляції моделей не

перевищують 52,2 % для фінансових ринків що розвиваються, до яких можна віднести ринок цінних паперів України.

7. Для вибору кількісних показників, що потенційно можуть бути включені в модель експрес-оцінки бізнесу, проаналізовано структуру аналітичних груп показників та їх склад 10 офіційних методик аналізу фінансового стану підприємства, затверджених міністерствами й відомствами України.

8. За результатами аналізу фінансових коефіцієнтів, що розраховуються в межах розглянутих методик, було виділено 74 показники з різних аналітичних груп, за умови виконання висунутих критеріїв до переліку кількісних показників, які потенційно можуть бути включені в модель експрес-оцінки бізнесу за ключовим цінним мультиплікатором, було відібрано 27 коефіцієнтів, які характеризують майновий стан, ліквідність, фінансову стійкість, рентабельність та оборотність активів підприємства.

9. Для формування початкового переліку якісних показників, що можуть бути включені в модель експрес-оцінки бізнесу, було проаналізовано дослідження вітчизняних та закордонних оцінювачів і визначено 6 найбільш поширених якісних критеріїв, що впливають на вартість бізнесу та визначаються за внутрішніми даними підприємства – розмір підприємства, диверсифікація продуктової структури, місцезнаходження, строк економічного життя підприємства, географічна диверсифікованість, якість менеджменту, а також критерій, що характеризує ринкові позиції акцій підприємства-емітента. Для характеристики визначених якісних критеріїв була сформована система, до складу якої увійшло 15 показників.

Результати дослідження були підтверджені у [53, 55, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 235].

РОЗДІЛ 3

РОЗВИТОК МЕТОДИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ ЗА ІНДИКАТОРАМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Розробка методики експрес-оцінки бізнесу на основі ключового мультиплікатора

Розробка методики експрес-оцінки бізнесу базується на побудові рівняння регресії ключового цінового мультиплікатора, в якості якого в п. 2.2 доведено використання мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства та величини активів), від кількісних і якісних показників. В п. 2.3 був проведений перший етап відбору кількісних показників (у результаті аналізу структурного складу офіційних методик фінансового аналізу підприємств), та якісних показників (на основі аналізу вітчизняних та закордонних досліджень з оцінки вартості бізнесу), які потенційно можуть бути включені в модель експрес-оцінки бізнесу.

Таким чином, метою даного підрозділу є остаточний вибір якісних та кількісних показників із початково сформованого переліку та побудова моделі експрес оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора, в якості якого був визначений показник EV/A (відношення вартості підприємства та величини активів).

Для досягнення поставленої мети були вирішені наступні завдання:

1. Провести аналіз зв'язку відібраних кількісних коефіцієнтів з визначеним ключовим мультиплікатором EV/A за період 2007-2009 рр. і вибрати найбільш значимі з них.

2. Проаналізувати залежність ключового цінового мультиплікатора EV/A за період 2007-2009 рр. від визначених якісних показників.

3. Розробити модель експрес-оцінки бізнесу шляхом побудови рівняння регресії для ключового цінового мультиплікатора на основі кількісних та якісних показників.

Вирішення поставлених задач було реалізовано з використанням методів кореляційно-регресійного аналізу.

Розрахунок визначених на першому етапі відбору фінансових коефіцієнтів за період 2006-2008 рр. наведено в додатку Л (табл. Л. 1 – Л. 7).

Величини визначених на першому етапі відбору якісних показників за період 2006-2008 рр. наведено в додатку М (табл. М.1 – М.3).

Для остаточного вибору кількісних та якісних показників, на основі яких буде побудована модель експрес-оцінки вартості бізнесу, був проведений кореляційний аналіз залежності цінового мультиплікатора EV/A від кількісних фінансових коефіцієнтів в розрізі аналітичних груп (табл. Н.1-Н.5) та якісних показників (табл. Н.6) за період 2007-2009 рр.

Синтезовані результати аналізу кореляційної залежності цінового мультиплікатора EV/A від кількісних показників наведено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Результати аналізу залежності цінового мультиплікатора EV/A від кількісних показників

Кількісний показник	Якість залежності ключового мультиплікатора EV/A за роками		
	2007	2008	2009
X3	-	-	Помірна
X4	-	-	Помірна
X6	-	-	Помірна
X9	-	-	Помірна
X13	-	-	Помірна
X17	Помітна	Помітна	Помірна
X18	Помітна	Помітна	Помірна
X19	Помірна	Помірна	Помірна
X20	Помірна	Помірна	Помірна
X22	Помірна	-	-
X24	Помірна	Помірна	-
X27	Помірна	Помірна	Помірна

Синтезовані результати аналізу кореляційної залежності цінового мультиплікатора EV/A від якісних показників наведено в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Результати аналізу залежності цінового мультиплікатора EV/A від якісних показників

Кількісний показник	Якість залежності ключового мультиплікатора EV/A за роками		
	2007	2008	2009
P1	Слабка	Слабка	Слабка
P2	-	-	Слабка
P3	Слабка	Слабка	Слабка
P4	-	Слабка	-
P5	Слабка	-	-
P6	Слабка	Слабка	Помірна
P7	Слабка	-	Слабка
P8	-	Слабка	Слабка
P9	Слабка	-	-
P11	Слабка	Слабка	Слабка
P12	Слабка	Слабка	Слабка
P13	Слабка	Слабка	-
P14	-	-	Слабка
P15		Слабка	Слабка

За результатами табл. 3.2 видно, що ступінь залежності цінового мультиплікатора EV/A від якісних показників низький (для більшості коефіцієнтів має місце слабкий зв'язок, якому відповідає значення коефіцієнта кореляції 0,1-0,3), лише для показника P6 (період діяльності підприємства від дати державної реєстрації) у 2009 р. характерний помірний зв'язок, якому відповідає значення коефіцієнта кореляції 0,3-0,5 (табл. 2.6).

Отримані результати свідчать про неоднорідність аналізованої сукупності емітентів, тому для побудови моделі експрес-оцінки вартості бізнесу необхідний розподіл вибіркової сукупності на однорідні групи та подальша перевірка впливу кількісних та якісних показників на ключовий ціновий мультиплікатор на основі кореляційної залежності.

Для поділу аналізованої сукупності емітентів на групи критерієм були обрані 2 показники – величина чистого оборотного капіталу і коефіцієнт

фінансування (заборгованості). Обидва запропоновані як критерії поділу показники характеризують джерела фінансування діяльності підприємства.

Чистий оборотний капітал (ЧОК) або власні оборотні кошти – величина оборотних коштів підприємства, які воно може спрямувати на виробничі потреби без загрози невиконання фінансових зобов'язань. Чистий оборотний капітал, необхідний підприємству для підтримки нормального виробничого циклу, оскільки перевищення величини оборотних коштів над кредиторською заборгованістю означає, що підприємство може не тільки вчасно погасити свою кредиторську заборгованість, але і має власні кошти та довгострокові пасиви для фінансування частини оборотних активів, перш за все запасів. Таким чином, для нормального функціонування підприємства величина чистого оборотного капіталу має бути позитивною, тобто оборотні активи повинні покривати короткострокові зобов'язання підприємства.

Показник чистого оборотного капіталу має вагоме значення для оцінки бізнесу. При розрахунку вартості останнього методом дисконтування грошових потоків у межах доходного підходу для визначення чистого грошового потоку враховуються прогнозовані зміни величини робочого капіталу [171].

Коефіцієнт фінансування (Кфін) – один з основних коефіцієнтів, що характеризують рівень фінансової стійкості підприємства, розраховується шляхом відношення запозичених коштів і власного капіталу і відображує рівень ризику підприємства (рівень залежності від позикових засобів). Нормативне значення даного коефіцієнта повинно бути менше 1,0 [136], тобто, власний капітал підприємства повинен бути не менший, ніж загальна сума позикових засобів. Оптимальним вважається значення коефіцієнта фінансування у діапазоні 0,5-1,0 [168].

Визначення часток власного і запозиченого капіталу в інвестованому капіталі використовується в оцінці бізнесу методом дисконтування грошових потоків при розрахунку ставки дисконту для інвестованого капіталу методом середньозваженої вартості капіталу [171].

Таким чином, для формування груп підприємств-емітентів з аналізованої сукупності були використані нормативні значення запропонованих критеріїв: для чистого оборотного капіталу – менше 0 і більше 0, для коефіцієнту фінансування – менше 1,0 і більше.

Для побудови моделей експрес-оцінки бізнесу із аналізованої сукупності підприємств-емітентів було сформовано 4 групи. Характеристики сформованих груп емітентів та кількість підприємств, що потрапили до кожної групи за результатами розрахунку коефіцієнтів-критеріїв поділу станом на 2008 фінансовий рік, наведено у табл. 3.3.

Моделі експрес-оцінки вартості бізнесу для сформованих груп підприємств-емітентів були розроблені на основі побудови рівнянь регресії визначеного в якості ключового цінового мультиплікатора EV/A від кількісних і якісних показників.

Розробка моделей експрес-оцінки бізнесу для сформованих груп підприємств-емітентів була проведена з використанням методу множинного лінійного регресійного аналізу [29, 269, 118, 252, 270].

Розглянута багатфакторна лінійна регресійна модель:

$$\overline{y}_x = a_0 + \sum_{j=1}^k a_j x_j, \quad (3.1)$$

де \overline{y}_x – результативний показник;

a_0 – вільний член;

a_j - коефіцієнти регресії (параметри моделі);

x_j – факторні ознаки ($j = \overline{1, k}$).

Як результативний показник використаний ціновий мультиплікатор EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів).

Для визначення факторних ознак (незалежних змінних рівняння регресії) із первісного переліку кількісних і якісних показників можливо застосування одного з наступних методів [118].

Таблиця 3.3

Характеристики сформованих груп емітентів

Група емітентів	Критерії формування	Характеристика групи	Можливі проблеми	Кількість емітентів
2	3	4	5	6
Група 1	ЧОК < 0, Кфін < 1	- висока питома вага необоротних активів, що більшою мірою покривається за рахунок власних коштів (оскільки власні засоби перевищують запозичені) і частково за рахунок короткострокових і довгострокових пасивів (оскільки величина оборотних активів менша за короткострокові зобов'язання).	- поточні труднощі з розрахунками із кредиторами, оскільки рівень ліквідності активів недостатньо високий.	9
Група 2	ЧОК > 0, Кфін > 1	- висока питома вага оборотних активів, що забезпечує ліквідність підприємства, при цьому їх фінансування здійснюється не лише за рахунок короткострокових, але і довгострокових пасивів (оскільки позикові засоби перевищують власний капітал підприємства) або частини власного капіталу, якщо його величина повністю покриває необоротні активи підприємства.	- нераціональне використання коштів підприємства, їх заморожування на рахунках або неефективна збутова політика підприємства, якщо має місце висока питома вага нереалізованої продукції у структурі оборотних активів. - підвищений рівень ризику, оскільки позикові засоби перевищують власний капітал, що може призвести до залежності підприємства від кредиторів	24

Продовження табл. 3.3

1	2	3	4	5	6
3	Група 3	ЧОК < 0, Кфін > 1	- висока питома вага короткострокової кредиторської заборгованості у структурі пасивів, що підтверджується її перевищенням над величиною оборотних активів і превалюванням позикових засобів над власним капіталом підприємства.	- нестійкий фінансовий стан; - наявність ризику неплатоспроможності, оскільки необоротні активи підприємства фінансуються не лише за рахунок власного капіталу і довгострокових пасивів, але частково і за рахунок короткострокових позикових засобів, що може призвести до втрати підприємством можливості вчасно розрахуватися з кредиторами	14
4	Група 4	ЧОК > 0, Кфін < 1	- використання позикових засобів на мінімальному рівні, що наближає підприємства до консервативної моделі фінансування активів; - достатньо високий рівень ліквідності, що підтверджується перевищенням суми оборотних активів над короткостроковими зобов'язаннями; - мінімальний рівень фінансового ризику, оскільки величини власного капіталу вистачає на покриття не лише необоротних активів, але і частини оборотного капіталу.	- поточна нестача власних коштів для функціонування виробничого процесу; - відсутність резервів для подальшого розвитку і нарощування обсягів виробництва.	26
Всього підприємств-емітентів					73

1. Метод усіх можливих регресій – один з перших методів побудови регресійної моделі – найбільш громіздкий, передбачає побудову регресій, які містять усі можливі комбінації впливових факторів. Якщо розглядається m факторів, то досліджується 2^m регресій, які порівнюються між собою за значеннями коефіцієнта детермінації та стандартною похибкою рівняння. При великій кількості факторів даний метод використовувати недоцільно.

2. Метод виключень – базується на дослідженні часткових F-критеріїв, що дають змогу встановити статистичну значущість співвідношення між залишками моделі з найбільшою кількістю факторів і залишками моделі з одним вилученим фактором. Якщо для деякого вилученого фактора таке співвідношення не є значимим, то він до моделі не повертається.

3. Покроковий метод – діє у зворотному порядку порівняно з попереднім методом, до моделі послідовно включаються фактори, що мають найбільший коефіцієнт кореляції із залежною змінною. Модель аналізується за значеннями коефіцієнта детермінації та частковими F-критеріями. Фактори, що не задовольняють критерії, з моделі вилучаються. Процес припиняється, якщо жоден з факторів рівняння вилучити не вдається, а новий претендент на включення не відповідає частковому F-критерію.

При розробці моделі експрес-оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором EV/A автором був використаний покроковий метод побудови рівняння регресії.

Для обґрунтування включення показників у модель експрес-оцінки бізнесу був повторно проведений аналіз кореляційної залежності ключового цінового мультиплікатора від кількісних і якісних показників в розрізі сформованих груп підприємств-емітентів. Матриці коефіцієнтів кореляції цінового мультиплікатора EV/A на 2009 р. в розрізі сформованих груп підприємств-емітентів надано в табл. П.1-П.4 (для кількісних показників) і П.5-П.8 (для якісних показників).

За результатами проведеного кореляційного аналізу залежності ключового цінового мультиплікатора від кількісних та якісних показників

можна зробити висновок, що після проведення поділу загальної сукупності емітентів на групи за критеріями відповідності чистого оборотного капіталу і коефіцієнту фінансування нормативним значенням, ступінь залежності (міра кореляційного зв'язку) аналізованих показників і мультиплікатора EV/A значно зросла.

Якщо при визначенні ступеню залежності мультиплікатора EV/A від аналізованих кількісних показників за даними 2009 р. на основі загальної сукупності емітентів найбільший коефіцієнт кореляції мав значення 0,41 (характерний для показника X_{20} – коефіцієнт рентабельності продукції), то при розподілі сукупності підприємств на групи найбільші коефіцієнти кореляції мають наступні значення:

1. Для групи 1: 0,91 (X_{17} – коефіцієнт рентабельності активів); 0,87 (X_{18} – коефіцієнт рентабельності сукупного капіталу), 0,85 (X_{19} – коефіцієнт рентабельності діяльності).

2. Для групи 2: 0,85 (X_{25} – коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості); 0,83 (X_{15} – коефіцієнт фінансового левериджу), 0,76 (X_3 – коефіцієнт поточної ліквідності, X_9 – коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами).

3. Для групи 3: 0,56 (X_1 – коефіцієнт зносу основних засобів), 0,53 (X_{18} – коефіцієнт рентабельності сукупного капіталу), 0,52 (X_{26} – коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості).

4. Для групи 4 – 0,47 (X_6 – чистий оборотний капітал, X_{20} – коефіцієнт рентабельності продукції), 0,44 (X_{17} – коефіцієнт рентабельності активів).

Подібна ситуація характерна для якісних критеріїв – при визначенні ступеню їх зв'язку з ціновим мультиплікатором на основі загальної сукупності емітентів лише для показника R_6 (період діяльності підприємства від дати державної реєстрації) характерна була помірна сила зв'язку (відповідний коефіцієнт кореляції склав 0,37). При розподілі аналізованої сукупності емітентів на групи найбільші коефіцієнти кореляції становлять:

1. Для групи 1: 0,89 (P8 – кількість осіб, що володіють 10 % та більше акцій емітента), 0,85 (P9 – найбільша частка статутного капіталу у власності однієї особи).

2. Для групи 2: 0,49 (P6 – період діяльності підприємства від дати державної реєстрації), 0,40 (P12 – середня кількість днів за період 6 місяців, в яких були укладені угоди купівлі-продажу за акцією).

3. Для групи 3: 0,52 (P14 – використання акцій емітента для розрахунку індексу ПФТС), 0,48 (P13 – період перебування в біржовому списку ПФТС від дати внесення).

4. Для групи 4 – 0,45 (P6 – період діяльності підприємства від дати державної реєстрації).

При виборі факторів для включення у модель експрес-оцінки бізнесу першочергово необхідно проведення аналізу мультиколінеарності (високої взаємної корельованості пояснюючих змінних). Якщо фактори явно корельовані, то вони дублюють один одного, і один з них рекомендується виключити з регресії. Перевага при цьому віддається тому фактору, який при достатньо тісному зв'язку з результируючою змінною має найменшу тісноту зв'язку з іншими факторами [252].

Аналіз мультиколінеарності у межах кількісних і якісних показників окремо можна провести на основі матриць часткових коефіцієнтів кореляції, наведених у додатку П (табл. П.1-П.8).

Для можливості відстеження наявності інтеркореляції між кількісними і якісними показниками у табл. P.1-P.4 наведено часткові коефіцієнти кореляції між ними.

Порядок побудови регресійної моделі залежності цінового мультиплікатора EV/A від кількісних і якісних змінних наведено на прикладі підприємств-емітентів Групи 2.

За правилом виключення мультиколінеарних факторів, для побудови моделі були відібрані 2 кількісних показники (X_2 – частка оборотних коштів в активах, X_{23} – коефіцієнт оборотності власного капіталу) і 2 якісних (P6 –

період діяльності підприємства від дати державної реєстрації, P12 – середня кількість днів за період 6 місяців, в яких були укладені угоди купівлі-продажу за акцією).

Результати побудованої регресійної моделі наведено у табл. 3.4.

Таблиця 3.4

Параметри моделі регресії для підприємств-емітентів групи 2

Показник	Коефіцієнт регресії	Стандартна помилка	Значення коефіцієнту t-статистики Стьюдента
a ₀	1,79666	0,474492	3,78649
X2	-1,64150	0,475828	-3,44977
X23	0,06586	0,024955	2,63937
P6	-0,02658	0,030593	-0,86870
P12	-0,00693	0,002390	-2,89909
R ² = 0,818			

Згідно з табл. 3.4 регресійна модель залежності цінового мультиплікатора EV/A від кількісних і якісних змінних виглядає наступним чином:

$$EV/A = 1,79666 - 1,64150 * X2 + 0,06586 * X23 - 0,02658 * P6 - 0,00693 * P12.$$

Обрані кількісні та якісні показники достатньо повно описують варіацію результуючої змінної (цінового мультиплікатора EV/A), оскільки коефіцієнт множинної кореляції складає 0,82, що відповідає високому ступеню залежності (див. табл. 2.6).

У результаті реалізації метода покрокової регресії, використовуючи часткові коефіцієнти t-статистики Стьюдента (табл. 3.4), можна стверджувати, що вплив фактора P6 не є значимим (оскільки частковий коефіцієнт статистики Стьюдента менший за табличне значення: $|t_{P6}| = 0,8687 < t_{\text{табл}} = 1,729$), тому його можна виключити з моделі.

Отримана модель розрахунку цінового мультиплікатора є наступною:

$$EV/A = 1,48624 - 1,75108 * X2 + 0,07786 * X23 - 0,00707 * P12.$$

Загальні характеристики отриманої регресійної моделі наведено у табл. 3.5.

Таблиця 3.5

Загальні характеристики моделі експрес-оцінки бізнесу для підприємств-емітентів групи 2

Показник	Значення показника
Множинний коефіцієнт кореляції	0,80951
Множинний коефіцієнт детермінації	0,65531
Скорегований коефіцієнт кореляції	0,60361
Значення критерію Стюдента	4,79045
Значення F-критерію Фішера	12,67460
Стандартна помилка моделі	0,35231
Значення критерію Дарбіна-Уотсона	1,751734

За значеннями показників (табл.3.5) адекватність отриманої регресійної моделі та можливість її практичного застосування доводяться значеннями критерію Фішера – 12,6746, критерію Стюдента – 4,79045, критерію Дарбіна-Уотсона – 1,751734, що більше табличних значень [118].

Результати проведених статистичних розрахунків побудови регресійних моделей залежності цінового мультиплікатора EV/A від якісних і кількісних змінних у розрізі сформованих груп підприємств-емітентів наведено в додатку С.

Узагальнюючі результати розробки моделей експрес-оцінки бізнесу для чотирьох груп підприємств-емітентів надано на рис. 3.1.

З рис. 3.1 видно, що розрахунок цінового мультиплікатора EV/A з метою експрес-оцінки бізнесу доцільно проводити наступним чином:

1) для підприємств-емітентів групи 1 – на основі показників коефіцієнта оборотності оборотних засобів (X27) та кількості осіб, що володіють 10 % та більше акцій емітента (P8);

2) для підприємств-емітентів групи 2 – на основі показників частки оборотних коштів в активах (X2), коефіцієнту оборотності власного капіталу (X23) та середньої кількості днів за період 6 місяців, в яких були укладені угоди купівлі-продажу за акцією (P12);

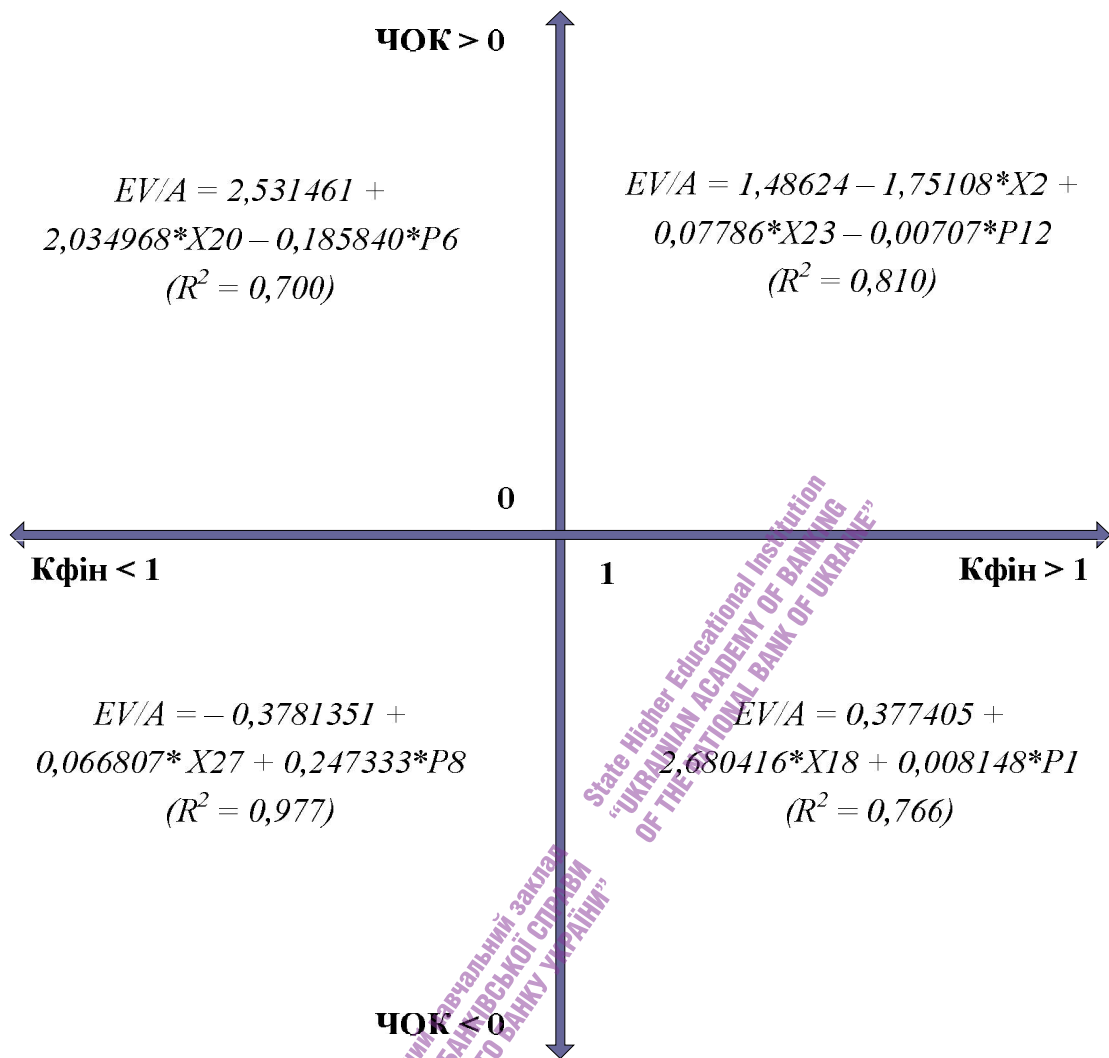


Рис. 3.1. Розроблені моделі експрес-оцінки бізнесу для виділених груп підприємств-емітентів за джерелами фінансування виробничо-господарської діяльності

3) для підприємств-емітентів групи 3 – на основі показників коефіцієнта рентабельності сукупного капіталу (X18) та відношення фактичного значення чистого доходу від реалізації продукції за рік до нормативного для великих підприємств (P1);

4) для підприємств-емітентів групи 4 – на основі показників коефіцієнту рентабельності продукції (X20) та періоду діяльності підприємства від дати державної реєстрації (P6).

Такий склад показників пояснюється основними характеристиками виділених груп підприємств-емітентів (табл. 3.3). Оскільки для підприємств

групи 1 характерний низький рівень ліквідності, вагомий вплив на значення цінового мультиплікатора має коефіцієнт оборотності оборотних засобів, при цьому, за умови відповідності рівня фінансового ризику оптимальному (оскільки величина власного капіталу перевищує позикові засоби) важливим є структура власників статутного капіталу емітента, що має безпосередній вплив на можливість придбання прав контролю над підприємством.

Зважаючи на основні проблеми, що можуть виникнути у фінансовому стані підприємств-емітентів групи 2 (табл. 3.3), пояснюється доцільність використання отриманої комбінації показників для розрахунку значення ключового цінового мультиплікатора – частки оборотних коштів в активах, зростання якої може свідчити про неефективність збутової політики та нераціональне використання вільних грошових коштів підприємства; коефіцієнту оборотності власного капіталу, що обумовлено наявністю фінансового ризику (в результаті перевищення суми позикових засобів над власним капіталом підприємства), кількості днів, в яких були укладені угоди купівлі-продажу акцій емітента, з огляду на недостатність власного капіталу та можливість залучення додаткових інвестицій через ринок цінних паперів.

Для підприємств групи 3 характерна наявність фінансового ризику та ризику неліквідності, а вкладення коштів в високоризикові об'єкти повинно покриватися додатковим прибутком, тому при розрахунку ключового цінового мультиплікатора для підприємств-емітентів даної групи важливе врахування коефіцієнту рентабельності сукупного капіталу та показника чистого доходу у відношенні до нормативного значення для віднесення підприємств до великих.

Підприємства-емітенти групи 4 характеризуються мінімальним рівнем ризику та достатньо високою ліквідністю активів (табл. 3.3), в основному, до даної групи належать зрілі підприємства, що мають стабільний стан, тому при розрахунку мультиплікатора доцільне врахування періоду діяльності підприємства та рентабельності продукції, адже після стадії зрілості має

місце стадія затування, що призводить до зменшення темпів зростання виробництва.

Таким чином, у результаті проведених розрахунків були побудовані моделі експрес-оцінки бізнесу на основі визначення ключового цінового мультиплікатора EV/A з використанням кількісних і якісних показників в розрізі кожної з виділених груп підприємств-емітентів.

Параметри побудованих моделей та ключові характеристики (коефіцієнти кореляції, детермінації, критерії Фішера, Стьюдента і Дарбіна-Уотсона) свідчать про їх значимість, адекватність та можливість їх практичного застосування.

За допомогою методу SWOT-аналізу [2] автором визначені сильні й слабкі сторони, потенційні можливості та загрози традиційних підходів до оцінки вартості бізнесу, існуючих моделей та розробленого методичного забезпечення експрес-оцінки, що базується на розрахунку справедливої величини ключового цінового мультиплікатора і на його основі – вартості оцінюваного бізнесу (рис. 3.2.).

Розроблене методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу дозволить посилити слабкі сторони й нівелювати потенційні загрози традиційних підходів та існуючих моделей експрес-оцінки бізнесу, наведених на рис.1.3.

Обґрунтування ефективності розробки методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора наведено на рис. 3.3.

Таким чином, розроблене методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора (рис. 3.3.) дозволяє скоротити витрати часу й фінансових ресурсів на залучення кваліфікованих експертів-оцінювачів, є прийнятною для самостійного застосування інвесторами, на відміну від існуючих методик експрес-оцінки є універсальною, оскільки направлена на оцінку бізнесу з позиції об'єкту інвестування без урахування галузевої приналежності та надає можливість не

лише оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених об'єктів.

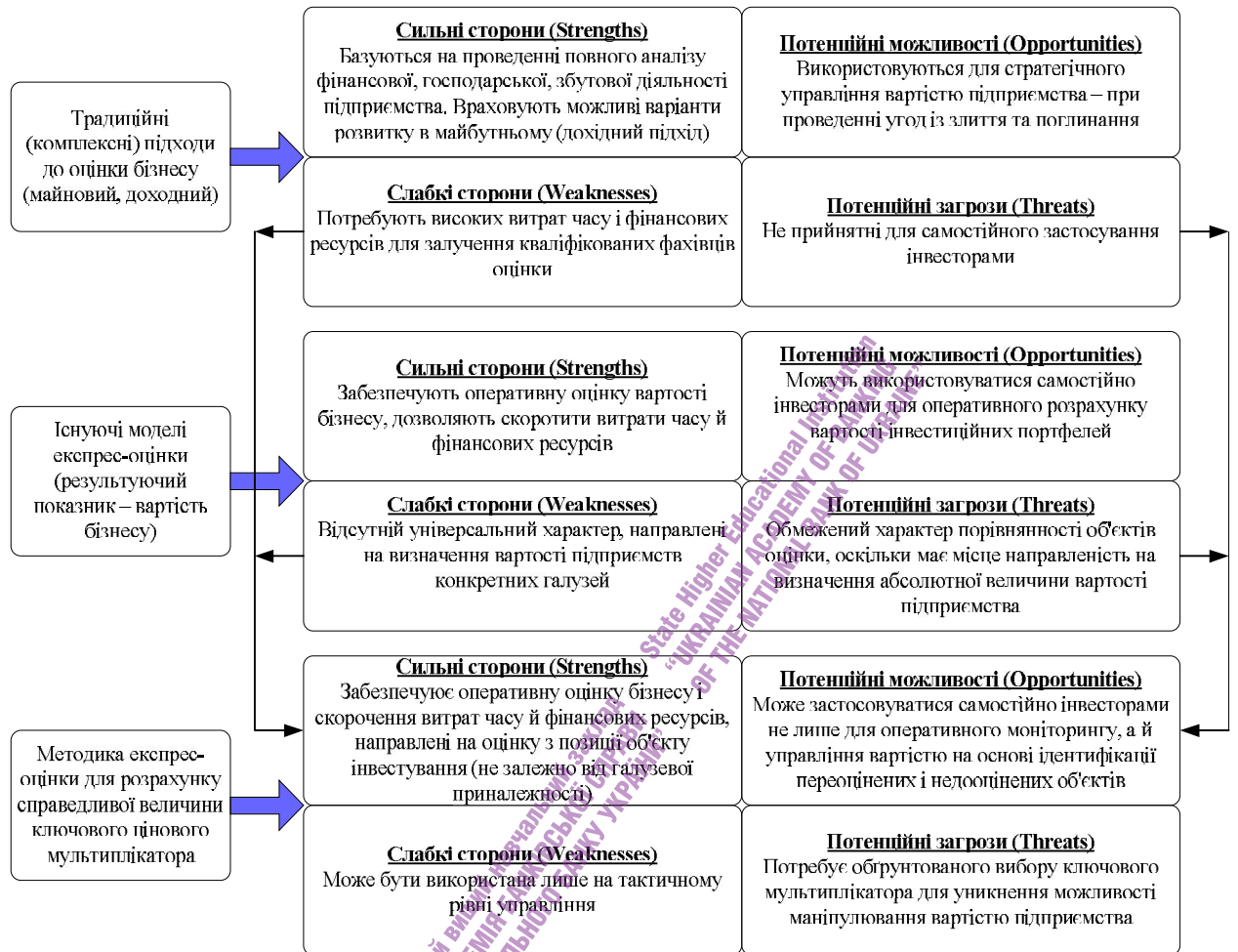


Рис. 3.2. SWOT-аналіз традиційних підходів, існуючих моделей та розробленого методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу

Таким чином, за результатами проведених розрахунків розроблено методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором EV/A . Перевагами розробленої методики експрес-оцінки бізнесу є:

1. Методичне забезпечення ґрунтується на відкритій інформації (річній звітності емітента та інформації про котирування акцій на фондовій біржі).
2. Такий вид оцінювання є простим у застосуванні та придатний для самостійного використання потенційними інвесторами.

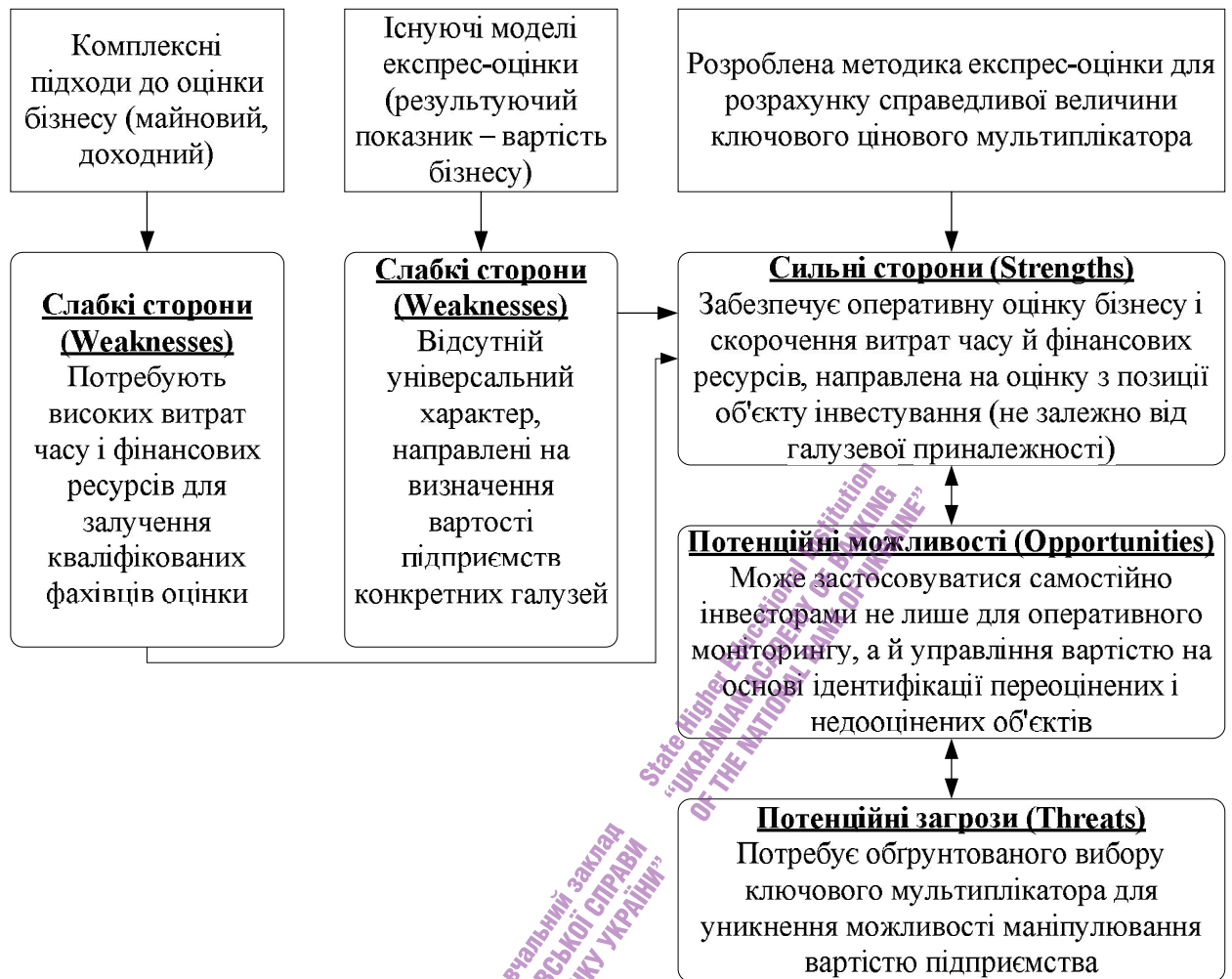


Рис. 3.3. Обґрунтування ефективності розробки методики експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора

3. Розрахунок справедливої величини ключового цінового мультиплікатора може бути використаний для порівняння з його ринковою величиною та ідентифікації факту переоцінки чи недооцінки акцій підприємств-емітентів ринку цінних паперів.

На наступному етапі дослідження необхідно є перевірка можливості застосування розробленої методики експрес-оцінки бізнесу шляхом зіставлення результатів отриманої вартості бізнесу за розробленою методикою та одним з комплексних підходів до оцінки вартості бізнесу.

3.2. Перевірка можливості застосування методики експрес-оцінки для визначення вартості бізнесу

У процесі оцінки ринкова вартість бізнесу визначається щонайменш двома із трьох існуючих підходів до оцінки вартості бізнесу. При цьому вартість бізнесу, отримана різними підходами, може відрізнятись. В якості результату оцінки може бути обґрунтовано використання вартості за одним з підходів або розрахунок узгодженої вартості, наприклад, за допомогою методу аналізу ієрархій чи будь-якого іншого методу узгодження. У практиці оцінки вартість об'єкту, отримана різними підходами, вважається узгодженою, якщо відхилення складає не більше 20 % [153, 158, 196].

Метою даного підрозділу є перевірка можливості використання розробленого методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу для визначення ринкової вартості бізнесу через порівняння величини отриманої вартості з вартістю, розрахованою одним із комплексних підходів (зокрема, доходним).

Для досягнення поставленої мети були визначені наступні завдання:

1. На основі побудованих моделей експрес-оцінки бізнесу для чотирьох груп підприємств-емітентів, сформованих, виходячи з нормативних значень показників чистого оборотного капіталу та коефіцієнту фінансування, розрахувати справедливу величину ключового цінового мультиплікатора EV/A та на його базі – справедливу вартість кожного з об'єктів загальної аналізованої сукупності підприємств-емітентів.

2. Визначити метод розрахунку ринкової вартості бізнесу в межах доходного підходу та розрахувати вартість бізнесу для вибіркової сукупності підприємств-емітентів.

3. Порівняти отримані результати розрахунків вартості бізнесу за розробленим методичним забезпеченням та методом доходного підходу і зробити висновок про можливість застосування розробленої методики експрес-оцінки бізнесу.

Вихідні показники для розрахунку справедливої величини цінового мультиплікатора EV/A та визначення ринкової вартості бізнесу в розрізі виділених груп підприємств-емітентів надано в табл. Т.1-Т.4. За результатами розрахунків можна сказати, що для підприємств-емітентів групи 1 максимальна вартість бізнесу складає близько 3 млрд. грн., для групи 2 та групи 3 – близько 5 млрд. грн., для групи 4 – близько 34 млрд. грн.

До вибіркової сукупності підприємств-емітентів для проведення порівняння результатів розрахунків ринкової вартості за авторською методикою експрес-оцінки та методом доходного підходу включено 10 підприємств, що характеризуються найбільшою ліквідністю акцій (для яких характерна найбільша кількість укладених угод купівлі-продажу в останньому періоді за даними табл. Д.1).

Обґрунтування розрахункових процедур наведено на прикладі підприємства ПАТ «Азовсталь» (тікер за інформацією ПФТС AZST).

За результатами аналізу теоретичних досліджень з питань оцінки вартості бізнесу можна стверджувати, що найбільшій розповсюдженості набули методи доходного підходу [44, 153, 196, 265].

Відповідно до Національного стандарту № 3 [171] дохідний підхід до проведення оцінки цілісного майнового комплексу ґрунтується на застосуванні оціночних процедур переведення очікуваних доходів (чистих грошових потоків або дивідендів) у вартість цілісного майнового комплексу. Оцінка цілісного майнового комплексу проводиться з урахуванням поточного фінансового стану підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, та прогнозних показників діяльності такого майнового комплексу.

Основним методом доходного підходу, що застосовується для проведення оцінки цілісних майнових комплексів, є метод дисконтування грошового потоку [171].

Застосування методу дисконтування грошового потоку передбачає такі оціночні процедури:

- 1) вибір відповідної моделі грошового потоку;
- 2) визначення прогнозного періоду надходжень грошового потоку;
- 3) проведення прогнозування складових чистого грошового потоку та його розрахунку на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду;
- 4) обґрунтування складових ставки дисконту та її визначення;
- 5) проведення розрахунку вартості реверсії та його обґрунтування;
- 6) визначення поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та надлишкового майна у разі його наявності;
- 7) визначення вартості бізнесу як суми поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та поточної вартості надлишкового майна.

У практиці оцінки використовують дві моделі розрахунку чистого грошового потоку – для власного капіталу та для інвестованого капіталу (для компанії в цілому) [19, 44, 69, 153, 171, 249, 266].

Для забезпечення порівнянності вартості, отриманої за авторською методикою експрес-оцінки, з вартістю, отриманою за доходним підходом, використано модель грошового потоку для інвестованого капіталу, оскільки моделі експрес-оцінки бізнесу побудовано для розрахунку справедливої величини цінового мультиплікатора для інвестованого капіталу (EV/A – відношення вартості підприємства до величини активів).

Розрахунок грошового потоку ґрунтується на результатах аналізу показників фінансово-господарської діяльності підприємства за період, що передує даті оцінки, та прогнозний період.

Виходячи з практики оцінки вітчизняних оцінювачів з урахуванням особливостей функціонування національної економіки, прогнозний період визначається на рівні 5 років та післяпрогнозний період для визначення вартості реверсії.

Чистий грошовий потік для інвестованого капіталу на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду розраховується як:

прогнозована величина чистого прибутку, розрахована за умови припущення про відсутність витрат на сплату відсотків за довгостроковим боргом,

«+» прогнозована сума амортизації, що врахована у складі витрат під час визначення величини чистого прибутку,

«-» «+» величина прогнозованого приросту робочого капіталу (величину зменшення робочого капіталу),

«-» величина прогнозованих капітальних інвестицій за відповідний період.

Аналіз складових грошового потоку проведено за період, доступний в інформаційній базі Державної установи "Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України" [190] – для ПАТ «Мотор Січ» цей період складає з 2004 р. по 2008 р, для інших 9 підприємств – 2002-2008 рр.

Для прогнозування величини чистого прибутку враховувались доходи підприємств, отримані від основної діяльності, інші операційні доходи та інші операційні витрати не враховувались.

У табл. 3.6 наведено розрахунок величини прибутку до оподаткування від основної діяльності та амортизаційних відрахувань на прикладі ПАТ «Азовсталь» за період 2002-2008 рр.

За даними табл. 3.6. можна зробити висновок про наявність тенденції зростання величини прибутку до 2008 р., середній темп приросту амортизаційних відрахувань за аналізований період складає 13,03 %.

Розрахунок показників прибутку до оподаткування та амортизаційних відрахувань для інших підприємств наведено в табл. У.1-У.9.

Прогнозування величини чистого оборотного капіталу для розрахунку його зміни проведено шляхом визначення середньої величини рентабельності чистого оборотного капіталу.

У табл. 3.7 надано розрахунок середнього значення показника відношення прибутку до оподаткування до величини чистого оборотного капіталу за період 2002-2008 рр.

Таблиця 3.6

Розрахунок прибутку до оподаткування ПАТ «Азовсталь»
за період 2002-2008 рр.

Показник	Джерело інформації	Значення показника за роками							Середнє значення за період
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції, тис. грн.	Ф2, с. 035	3 676 420	5 470 300	9 278 980	12 387 523	12 523 308	16 377 321	21 235 349	11 564 172
Темп приросту чистого доходу до попереднього року, %			48,79	69,62	33,50	1,10	30,77	29,66	35,57
Собівартість продукції (умовно змінні витрати), тис. грн.	Ф 2, с. 040	3 356 880	4 631 760	7 596 470	9 532 669	10 025 789	12 818 702	17 947 062	9 415 619
Темп приросту собівартості продукції до попереднього року, %			37,98	64,01	25,49	5,17	27,86	40,01	33,42
Умовно-постійні витрати (адміністративні витрати, витрати на збут), тис. грн.	Ф 2, с.070+с.080	210 999	252 901	393 233	611 714	640 539	700 866	820 437	720 614
Темп приросту умовно-постійних витрат, до попереднього року %			19,86	55,49	55,56	4,71	9,42	17,06	27,02
Амортизація, тис. грн.	Ф2, с. 260	207 206	157 960	168 110	190 638	256 395	289 743	390 093	237 164
Темп приросту суми амортизаційних відрахувань до попереднього року, %			-23,77	6,43	13,4	34,49	13,01	34,63	13,03
Прибуток до оподаткування, тис. грн.		108 541	585 639	1 289 277	2 243 140	1 856 981	2 857 753	2 467 850	1 629 883

Таблиця 3.7

Розрахунок середнього значення рентабельності чистого оборотного капіталу для ПАТ «Азовсталь» за період 2002-2008 рр.

Показник	Значення показника за роками						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Власний оборотний капітал, тис.грн.	875 527	985 840	1 274 850	2 769 328	4 044 221	5 032 111	5 960 801
Прибуток до оподаткування, тис. грн.	108 541	585 639	1 289 277	2 243 140	1 856 981	2 857 753	2 467 850
Відношення прибутку до оподаткування та величини власного оборотного капіталу	0,12	0,59	1,01	0,81	0,46	0,57	0,41
Середнє значення показника рентабельності власного оборотного капіталу	0,57						

Таким чином, середнє значення показника відношення прибутку до оподаткування до величини чистого оборотного капіталу за період 2002-2008 рр. для ТОВ «Азовсталь» складає 0,57. Розрахунок даного показника для інших 9 підприємств вибіркової сукупності наведено в табл. У.10-У.17. За результатами розрахунків можна зробити висновок, що середнє значення показника відношення величини прибутку до оподаткування та чистого оборотного капіталу для аналізованої сукупності підприємств-емітентів знаходиться в діапазоні (-0,38; 2,08).

Для розрахунку прогнозних значень чистого грошового потоку зроблено наступні припущення:

1. Початковим відліком для прогнозування величини прибутку є значення за 2008 рік (крім ПАТ "Дніпроенерго" – для даного підприємства було взято середнє значення, оскільки прибуток у 2008 році має від'ємне значення).

2. Враховуючи кризову ситуацію в економіці України, наявність процесу спаду виробництва (за підсумками 8 місяців 2009 р. обсяг промислового виробництва склав 70,4 % від обсягів аналогічного періоду 2008 р. [179]) прогнозується збереження подібної тенденції до кінця року і

поступове сповільнення темпів спадання виробництва в другому прогнозованому періоді та мінімальне зростання протягом 3-5 прогнозних періодів. Таким чином, в 1-му прогнозованому періоді прогнозується спад на рівні 30 %, в 2-му – на рівні 10 %, у 3-5 прогнозних періодах прогнозується зростання на рівні 3% за рік.

3. Темпи приросту амортизаційних відрахувань спрогнозовано на рівні середнього значення за аналізований період 2002-2008 рр. (для ПАТ «Мотор Січ» – 2004-2008 рр.).

4. З огляду на наслідки економічної кризи та нестачу оборотних коштів для підтримання процесу виробництва промислових підприємств прогнозується відсутність зміни капітальних інвестицій протягом прогнозованого періоду.

Основним методом розрахунку ставки дисконту для інвестованого капіталу є метод середньозваженої вартості капіталу, який ґрунтується на врахуванні норм доходу на власний та запозичений капітал з урахуванням розміру часток власного та запозиченого капіталу в інвестованому капіталі [171].

Метод середньозваженої вартості капіталу (WACC – weight average cost of capital) базується на припущенні, що, у випадку, якщо підприємство у значній мірі використовує позиковий капітал, загальна норма прибутку за інвестиціями у даний об'єкт повинна задовольняти як інвестора, так і кредитора. Ставка дисконту для інвестованого капіталу визначається за наступною формулою [249]:

$$Y_{WACC} = Y_E \times \frac{E}{E + D} + i \times (1 - \text{Tax}) \times \frac{D}{E + D}, \quad (3.2)$$

де Y_E – ставка дисконту (норма прибутку) для власного капіталу,

E – величина власного капіталу підприємства,

D – величина позикового капіталу підприємства,

i – ставка проценту з обслуговування позикового капіталу (норма прибутку кредитора);

Tax – ставка податку на прибуток (множник $(1 - Tax)$ використовується в тому випадку, коли дохід і норми прибутку визначаються на після податковій базі, тобто є очищеними від податку на прибуток).

Найбільш поширені методи розрахунку ставки дисконту для власного капіталу є метод кумулятивної побудови (сумування безризикової ставки та премій за додаткові ризики) і метод визначення вартості капітальних активів (CAPM – capital assets price model) [44, 107, 153].

З метою уникнення суб'єктивізму та врахування ринкових тенденцій ціноутворення акціонерного капіталу, ставка дисконту для власного капіталу розрахована за моделлю капітальних активів.

Модель CAPM, розроблена У. Шарпом [257], вважається стандартом у сфері оцінки ризику та доходності активів [44, с. 91]. Базове положення даної моделі полягає в тому, що величина ризику обумовлена розподілом фактичних доходів відносно очікуваного доходу, і її необхідно визначати з точки зору добре диверсифікованого маргінального інвестора.

У теорії ризикології виділяють поняття систематичного (ризик ринку капіталу, недиверсифікований ризик) та несистематичного (специфічний, диверсифікований) ризику [42, 44, 107, 196, 249, 257, 261].

Ризик ринку капіталів властивий для всіх можливих об'єктів інвестування. Він описує стан невизначеності щодо загальних економічних умов господарської діяльності, змін нормативної бази, монетарної і фіскальної політики в державі в цілому, майбутній інфляції й інших факторів, які впливають одночасно на всі підприємства.

Специфічний ризик, характерний для конкретного підприємства, описує стан невизначеності щодо явищ, що впливають на конкретне підприємство, таких як розвиток нових продуктів, масштаби бізнесу, якість управління, ступінь диверсифікованості за регіонами, споживачами і продукцією, інші фактори, специфічні для даного підприємства [249].

Базова формула розрахунку ставки дисконтування за моделлю оцінки капітальних активів має наступний вигляд [257]:

$$Y = R_f + \beta \times (R_m - R_f), \quad (3.3)$$

де, R_f – базова ставка (безризикова) – норма прибутку за безризиковими інвестиціями (звичайно в якості безризикової ставки використовується норма прибутку за державними цінними паперами);

β – коефіцієнт чутливості;

R_m – середня норма доходу на ринку капіталів. Розраховується для портфеля цінних паперів, що умовно має характеристики прибутковості й ризику, близькі до відповідних характеристик ринку в цілому, і зміна ціни паперів, що входять у даний портфель, відображує загальну ситуацію на даному ринку фінансових активів. У конкретному розрахунку середньоринкова норма доходності на ринку капіталів визначена в якості доходності індексу ПФТС.

Величина коефіцієнту β розраховується за наступною формулою [257]:

$$\beta_a = \frac{Cov(r_a, r_m)}{D(r_m)}, \quad (3.4)$$

де, r_a — доходність акції конкретного підприємства;

r_m — доходність ринку капіталу (в даному випадку – індексу ПФТС);

$D(r_m)$ — дисперсія доходності ринку капіталу.

Застосування коефіцієнту бета зумовлено тим, що загальноринковий систематичний ризик по-різному впливає на діяльність різних підприємств, даний коефіцієнт враховує чутливість акцій конкретного підприємства до впливу факторів недиверсифікованого ризику.

Якщо $\beta = 1$ – ризик вкладень в оцінюваний актив дорівнює ризику інвестицій у ринковий портфель акцій, при $\beta < 1$ – оцінюваний актив є менш ризикованим, а при $\beta > 1$ – більш ризикований у порівнянні з ринком капіталу.

Доходність акції конкретного підприємства та індексу ПФТС для визначення доходності ринку капіталу розраховано за формулою [1]:

$$R_n = \ln \left(\frac{P_n}{P_{n-1}} \right), \quad (3.5)$$

де R_n – доходність акції конкретного підприємства (ринкового індексу);

P_n – ціна акції (значення ринкового індексу) в період n ;

P_{n-1} – ціна акції (значення ринкового індексу) в період $n-1$.

Розрахунок доходності з використанням натурального логарифму дає більш точні результати.

Джерело інформації при визначенні коефіцієнту β для акцій підприємств-емітентів вибіркової сукупності для щоденної ціни акцій за період 23.09.2008 р. – 25.09.2009 р. – дані сайту компанії з управління активами «Кінто» [85]; інформації про щоденний курс гривні до долару США – дані офіційного сайту Національного банку України [83], інформації про щоденне значення індексу ПФТС – дані офіційного сайту фондової біржі ПФТС [84].

Крім розрахункового способу існує графічний спосіб визначення коефіцієнту β , даний показник представляє собою кут нахилу ринкової лінії конкретного цінного паперу, тобто коефіцієнт перед незалежною змінною при побудові рівняння регресії доходності цінного паперу та доходності ринку капіталу [257].

На рис. 3.4. надано результати визначення коефіцієнта β для ПАТ «Азовсталь» графічним способом.

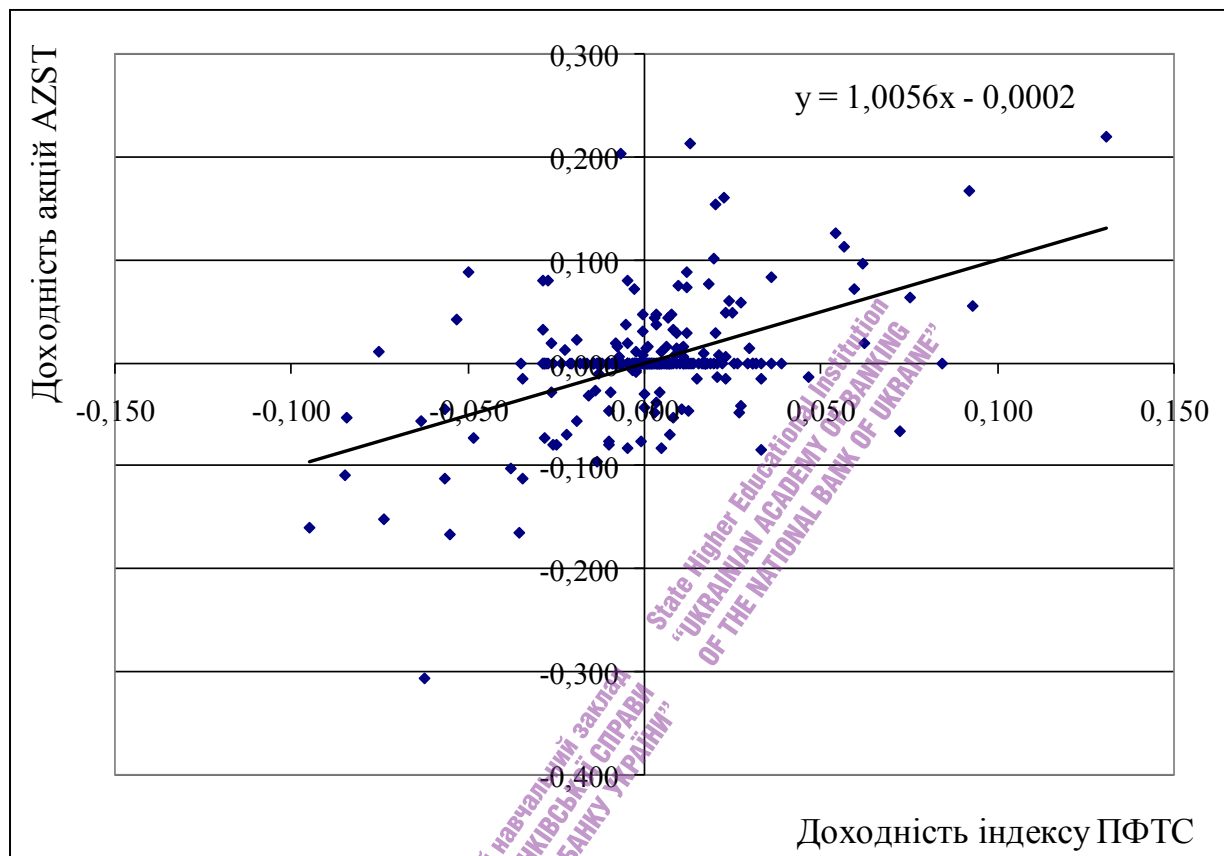


Рис. 3.4. Визначення коефіцієнта β для ПАТ «Азовсталь» графічним способом

Таким чином, з рис. 3.4. видно, що величина коефіцієнту β для ПАТ «Азовсталь» складає 1,0056, що свідчить про більшу ризикованість вкладення коштів у цінні папери даного підприємства в порівнянні з ринком капіталу в цілому.

Враховуючи громіздкість, розрахунки коефіцієнту β за формулою 3.4 надано для емітента ПАТ «Азовсталь» у табл. Ф.1 з метою зіставлення розрахункового та графічного способу визначення. Для останніх 9 підприємств-емітентів вибіркової сукупності визначення коефіцієнту β проведено графічним способом (рис. Ф.1-Ф.9).

Зведені результати розрахунку коефіцієнту β для вибіркової сукупності підприємств-емітентів надано в табл. 3.8.

Таблиця 3.8

Зведені результати розрахунку коефіцієнту β для вибіркової сукупності підприємств-емітентів

Емітент	Тікер	Значення коефіцієнту бета
Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	MMKI	1,0760
ПАТ "Полтавський ГЗК"	PGOK	0,8338
ПАТ "Концерн Стирол"	STIR	0,6455
Дніпроенерго	DNEN	0,6060
Донбасенерго	DOEN	0,7006
ПАТ "Маріупольський завод важкого машинобудування"	MZVM	0,8180
Західенерго	ZAEN	0,7460
ПАТ "Мотор Січ"	MSICH	0,7613
ПАТ "Укрнафта"	UNAF	0,7245
Азовсталь	AZST	1,0056

З табл. 3.8 видно, що для двох підприємств характерне перевищення рівня ризику вкладення коштів у цінні папери у порівнянні з ринком капіталу в цілому.

Для розрахунку ціни власного капіталу за моделлю CAPM в якості безризикової використано ставку за облігаціями внутрішнього державного займу з терміном погашення до 3 років станом на 01.09.2009 р., що складає 17% [83].

Річна середньоринкова доходність визначена шляхом множення середньоденної доходності індексу ПФТС, що дорівнює 0,102 % (табл. Ф.1) на кількість днів у році (365 днів), і склала 37 %.

Як ціну позикового капіталу використано середнє значення процентної ставки за кредитами для юридичних осіб періодом на 1 рік з погашенням у кінці терміну, величина якої складає 18 % [83].

Розрахунок ставки дисконту для власного капіталу за моделлю CAPM та ставки дисконту для інвестованого капіталу за моделлю WACC з урахуванням питомої ваги власного та позикового капіталу для вибіркової сукупності підприємств-емітентів надано в табл. 3.9.

Таблиця 3.9

Розрахунок ставки дисконту для власного та інвестованого капіталу

Емітент	Тікер	Значення коефіцієнту β	Безризикова ставка	Середньоринкова доходність	Ставка дисконту для власного капіталу за моделлю CAPM (4)+(3)*((5)-(4))	Питома вага власного капіталу	Питома вага позикового капіталу	Ставка за кредитом на 12 місяців для юридичних осіб у дол. США	Ставка дисконтування для інвестованого капіталу за моделлю WACC (7)*(6) + (1-0,25)*(9)*(8)
1	2	3	4	5	6	7	9	8	10
Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	MMKI	1,0760	0,17	0,37	0,3852	0,88	0,12	0,18	0,3552
ПАТ "Полтавський ГЗК"	PGOK	0,8338	0,17	0,37	0,3368	0,67	0,33	0,18	0,2702
ПАТ "Концерн Стирол"	STIR	0,6455	0,17	0,37	0,2991	0,79	0,21	0,18	0,2646
Дніпроенерго	DNEN	0,6060	0,17	0,37	0,2912	0,61	0,39	0,18	0,2303
Донбасенерго	DOEN	0,7006	0,17	0,37	0,3101	0,35	0,65	0,18	0,1963
ПАТ "Маріупольський завод важкого машинобудування"	MZVM	0,8180	0,17	0,37	0,3336	0,16	0,84	0,18	0,1668
Західенерго	ZAEN	0,7460	0,17	0,37	0,3192	0,41	0,59	0,18	0,2105
ПАТ "Мотор Січ"	MSICH	0,7613	0,17	0,37	0,3223	0,51	0,49	0,18	0,2305
ПАТ "Укрнафта"	UNAF	0,7245	0,17	0,37	0,3149	0,80	0,20	0,18	0,2789
Азовсталь	AZST	1,0056	0,17	0,37	0,3711	0,52	0,48	0,18	0,2578

За результатами табл. 3.9. видно, що ставка дисконту для інвестованого капіталу нижча за величину ставки дисконту для власного капіталу. Така ситуація обумовлена явищем «податкового щиту», суть якого полягає в тому, що витрати на обслуговування позикового капіталу зменшують величину бази податку на прибуток і тим самим зменшують величину суми самого податку. Але залучення позикового капіталу є вигідним до визначеного рівня, оскільки значне збільшення позикових засобів призводить до

зростання ризику неплатоспроможності підприємства, даний факт пояснюється ефектом фінансового левериджу.

Розрахунок вартості реверсії (вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозним [171]) розраховується шляхом капіталізації чистого грошового потоку в післяпрогнозний період.

Ставка капіталізації розрахована як різниця ставки дисконтування та середньорічного темпу приросту в період стабільної діяльності підприємства, що складає 3% [158].

Значення ставок капіталізації для визначення вартості реверсії вибіркової сукупності підприємств-емітентів наведено в табл. 3.10.

Таблиця 3.10

Ставки капіталізації для визначення вартості реверсії вибіркової сукупності підприємств-емітентів

Емітент	Тікер	Ставка капіталізації для визначення вартості реверсії, частка
ПАТ "Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча"	MMKI	0,3252
ПАТ "Полтавський ГЗК"	PGOK	0,2402
ПАТ "Концерн Стирол"	STIR	0,2346
ПАТ "Дніпроенерго"	DNEN	0,2003
ПАТ "Донбасенерго"	DOEN	0,1663
ПАТ "Маріупольський завод важкого машинобудування"	MZVM	0,1368
ПАТ "Західенерго"	ZAEN	0,1805
ПАТ "Мотор Січ"	MSICH	0,2005
ПАТ "Укрнафта"	UNAF	0,2489
ПАТ "Азовсталь"	AZST	0,2278

Розрахунок вартості бізнесу методом дисконтування чистого грошового потоку для інвестованого капіталу на прикладі ПАТ «Азовсталь» наведено в табл. 3.11.

Таблиця 3.11

Розрахунок вартості бізнесу ПАТ «Азовсталь» доходним підходом

Показник	Значення показника за періодами						
	2008	1 ПП	2 ПП	3 ПП	4 ПП	5 ПП	ППП
Прибуток до оподаткування, тис. грн.	2 467 850	1 727 495	1 554 746	1 601 388	1 649 430	1 698 913	1 698 913
Темп приросту прибутку до оподаткування, %		0,70	0,90	1,03	1,03	1,03	
Податок на прибуток, тис. грн.		431 874	388 687	400 347	412 358	424 728	424 728
Чистий прибуток, тис. грн.		1 295 621	1 166 059	1 201 041	1 237 072	1 274 185	1 274 185
Амортизаційні відрахування, тис. грн.	390 093	440 922	498 374	563 312	636 712	719 676	719 676
Темп приросту амортизаційних відрахувань, %	-	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	-
Зміна власного оборотного капіталу, тис.грн.		-2 930 108	-303 068	81 828	84 284	86 812	0
Грошовий потік, тис. грн.		4 666 651	1 967 501	1 682 525	1 789 500	1 907 049	1 993 861
Коефіцієнт дисконтування, частка	0,2578	-	-				
Коефіцієнт поточної вартості, частка		0,8916	0,7089	0,5636	0,4481	0,3562	0,3176
Поточна вартість грошового потоку, тис.грн.		4 160 786	1 394 761	948 271	801 875	679 291	
Сума поточних вартостей грошового потоку за 5 прогностичних періодів, тис. грн.		-	-		-	7 984 984	-
Коефіцієнт капіталізації для визначення вартості реверсі, частка	0,2278	-	-	-	-	-	-
Виручка від реалізації в післяпрогностичний період, тис. грн.						8 752 682	
Поточна вартість від продажу підприємства в післяпрогностичний період (вартість реверсії), тис. грн.						2 779 852	
Вартість підприємства, отримана доходним підходом, тис. грн.						10 764 836	

За результатами табл. 3.11 видно, що ринкова вартість бізнесу ПАТ «Азовсталь», отримана доходним підходом складає 10 764 836 тис. грн.

Розрахунки вартості бізнесу доходним підходом для інших 9 підприємств-емітентів вибіркової сукупності надано в табл. X.1-X.9.

Як уже було сказано на початку п. 3.2, даний розрахунок доходним підходом має умовний характер, оскільки для визначення вартості бізнесу недостатньо лише фінансової звітності, необхідною є додаткова внутрішня інформація, яка надається підприємством при оцінці його вартості.

Зведені результати вартості бізнесу, отриманої доходним підходом та за розробленою методикою експрес-оцінки бізнесу, а також процент відхилення за підходами надано в табл. 3.12.

Таблиця 3.12

Порівняння результатів вартості бізнесу, отриманої доходним підходом та за розробленою методикою експрес-оцінки бізнесу

Тікер емітента	Вартість, отримана за експрес-метою, тис. грн.	Вартість, отримана доходним підходом, тис. грн.	Відхилення ринкової вартості, отриманої за експрес-методикою та доходним підходами, %	Узгодженість результатів оцінки
ММКІ	7 757 987	9 208 125	18,7	Узгоджена
РГОК	4 422 885	4 253 218	-3,8	Узгоджена
STIR	1 583 175	2 834 617	79,0	Неузгоджена
DNEN	2 997 353	1 252 715	-58,2	Неузгоджена
DOEN	1 455 878	1 261 138	-13,4	Узгоджена
MZVM	1 192 978	988 331	-17,2	Узгоджена
ZAEN	2 635 188	4 394 846	66,8	Неузгоджена
MSICH	1 628 052	1 567 583	-3,7	Узгоджена
UNAF	5 950 450	9 421 566	58,3	Неузгоджена
AZST	10 924 663	10 764 836	-1,5	Узгоджена

Таким чином, за результатами табл. 3.12 видно, що у 6 підприємств із 10 аналізованих (60 %) отримані результати розрахунків можна вважати узгодженими.

Це обумовлено тим, що застосований доходний підхід носить ілюстративний характер, оскільки розрахунки базувались лише на публічно

доступній інформації, а на практиці для оцінки бізнесу доходним підходом необхідна велика кількість внутрішньої інформації підприємства.

Таким чином, автором проведена перевірка можливості застосування розробленого методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором EV/A шляхом зіставлення результатів вартості бізнесу, отриманої за розробленою методикою та доходним підходом (метод дисконтування чистого грошового потоку для інвестованого капіталу).

Отримані результати свідчать про можливість застосування розробленої методики лише на рівні експрес-оцінки для прийняття оперативних інвестиційних рішень.

На наступному етапі дослідження необхідним є визначення можливості застосування результатів експрес-оцінки бізнесу як інструменту управління портфелем цінних паперів на етапі його формування, поточного моніторингу та прийняття управлінських рішень з купівлі-продажу-утримання акцій оцінюваних підприємств-емітентів.

3.3. Застосування методики експрес-оцінки бізнесу для прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів

При обґрунтуванні методом SWOT-аналізу ефективності побудови методики експрес-оцінки, що базується на розрахунку справедливої величини ключового цінового мультиплікатора і на його основі – вартості оцінюваного бізнесу (п. 3.1.) автором виділено головні її переваги – прийнятність для самостійного застосування інвесторами та можливість не лише оперативного моніторингу, а й управління вартістю інвестиційного портфелю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених об'єктів. Досягнення цих переваг неможливо без розробки методичного забезпечення застосування методики експрес-оцінки бізнесу для прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів.

Метою даного підрозділу є представлення можливості використання експрес-оцінки бізнесу як інструменту формування та управління портфелем цінних паперів.

Для досягнення поставленої мети були визначені наступні завдання.

1. Проаналізувати теоретичні дослідження з питань інвестиційного процесу, його етапів, інструментів формування та управління інвестиційним портфелем, визначити місце експрес-оцінки бізнесу в управлінні портфелем цінних паперів.

2. На основі аналізованої сукупності підприємств-емітентів розрахувати справедливі значення ключового цінового мультиплікатора EV/A та встановити факт переоцінки (недооцінки) їх акцій шляхом порівняння ринкового та розрахункового значень мультиплікатора.

3. Провести статистичний аналіз відхилень розрахункового та ринкового значень цінового мультиплікатора та розробити методіку прийняття інвестиційних рішень купівлі-продажу цінних паперів на основі шкалювання показника відхилення.

Питанням інвестиційного процесу, послідовності його етапів, інструментів формування та управління інвестиційним портфелем присвячені роботи багатьох вітчизняних та закордонних науковців, а саме: У. Шарпа, Г. Александра та Дж. Бейлі [257], Л. Дж. Гітмана, М. Д. Джонка [34], С. Коттла, Р. Ф. Мюррея, Ф. Е. Блока [106], Р. Тьюлза, Е. Бредлі, Т. Тьюлза [231], В. А. Галанова [197], В. В. Шеремета, В. М. Павлюченка, В. Д. Шапіро [233], І. Бланка [9, 8] та ін.

Аналіз теоретичних досліджень щодо процесу інвестування на ринку цінних паперів дозволив виокремити наявні протиріччя у визначеннях інвестиційного процесу та управління портфелем цінних паперів, а також алгоритму їх проведення.

За визначенням У. Шарпа, Г. Александра та Дж. Бейлі [257, с. 10] інвестиційний процес – це прийняття інвестором рішень відносно цінних паперів, у які здійснюється інвестування, обсягів та термінів інвестування.

Науковці [257] пропонують наступну послідовність інвестиційного процесу, що включає п'ять етапів:

1. Вибір інвестиційної політики (складовими є визначення цілі інвестування та обсягу інвестиційних коштів, результат етапу – вибір потенційних видів фінансових активів для включення в інвестиційний портфель).

2. Аналіз ринку цінних паперів (вивчення окремих видів цінних паперів з метою визначення таких, що оцінені ринком невірно, характеристика основних підходів до аналізу цінних паперів надана в п. 1.3).

3. Формування портфелю цінних паперів (визначення конкретних активів для інвестування, а також пропорцій розподілу інвестованого капіталу між активами, при цьому науковець виокремлює наступне коло проблем даного етапу: селективність, вибір часу операцій та диверсифікація).

4. Перегляд портфелю цінних паперів (пов'язаний з періодичним моніторингом структури поточного портфелю шляхом реалізації перших трьох етапів за умов зміни інвестиційних цілей, інвестиційної привабливості конкретних цінних паперів та ін.).

5. Оцінка ефективності портфелю цінних паперів (заключається в періодичній оцінці отриманої доходності та показників ризику інвестиційного портфелю).

Фундаментальні дослідники питань, пов'язаних з різними видами інвестицій, Л. Дж. Гітман та М. Д. Джонк [34] під інвестиційним процесом визначають механізм зведення суб'єктів, що пропонують кошти (мають тимчасово вільні грошові засоби), із суб'єктами, які потребують їх (формують попит на інвестиційні ресурси). Запропоноване дослідниками поняття «інвестування – процес вкладення грошей, що включає серію логічно послідовних дій, у спеціально вибрані фінансові інструменти з метою збільшення їх цінності і/або отримання доходу» по суті відповідає поняттю «інвестиційного процесу» У. Шарпа, Г. Александра та Дж. Бейлі [257]. Крім того, послідовність дій інвестування практично ідентична описаним вище

етапам інвестиційного процесу: визначення попередніх умов інвестування, встановлення цілей інвестування, оцінка фінансових інструментів, вибір конкретного варіанту інвестування, формування диверсифікованого портфелю, управління портфелем. Науковцями докладно аналізується останній етап – управління портфелем з позиції відповідності рівня доходності й ризикованості портфеля вимогам інвестора, найменш дослідженим є етап вибору конкретного варіанту інвестування з точки зору методичного забезпечення та інструментів реалізації.

У роботі С. Коттла, Р. Ф. Мюррея, Ф. Е. Блока [106] фундаментально досліджено один з етапів інвестиційного процесу – фінансовий аналіз цінних паперів і виокремлено три функції аналізу цінних паперів:

1) функція огляду (метою оглядового аналізу є сортування, вибір та обґрунтування факторів, що впливають на рівень доходності та ризикованості цінних паперів);

2) функція оцінки (результат реалізації – оцінка вартості цінних паперів);

3) функція критичного аналізу (направлена на розуміння фінансової практики та корпоративної політики з позицій огляду та оцінки цінних паперів).

Деякі дослідники [197, 231] об'єднують поняття «інвестиційного процесу» з процесом формування та управління портфелем цінних паперів.

Галанов В. А. [197] під управлінням інвестиційним портфелем розглядає застосування до сукупності різних видів цінних паперів методів, що дозволяють зберегти початково інвестовані кошти, досягти максимального рівня доходу та забезпечити інвестиційну направленість портфелю. Дослідник виокремлює моніторинг як основний елемент управління, що включає безперервний детальний аналіз фондового ринку в цілому та окремих секторів, тенденцій їх розвитку, фінансово-економічних показників підприємств-емітентів цінних паперів, інвестиційних якостей

цінних паперів, з метою вибору цінних паперів, для яких характерні інвестиційні властивості, відповідні даному типу портфеля.

Тьюлз Р., Е. Бредлі, Т. Тьюлз [231] у процесі формування інвестиційного портфелю виділяють наступні елементи: визначення розміру портфеля, вибір об'єктів інвестування та диверсифікація.

Шеремет В. В., В. М. Павлюченко, В. Д. Шапіро та ін. [233] розглядають інвестиційний портфель із позиції підприємства, до структури якого можуть входити не лише фінансові інструменти, а й реальні інвестиції (капіталовкладення в основні фонди). Науковці пропонують послідовність формування та управління інвестиційним портфелем, що складається з п'яти етапів:

1) формулювання головної мети, системи основних цілей створення портфелю, системи пріоритетів у цілях, визначення рівнів допустимих ризиків, обсягів очікуваних прибутків та можливих відхилень від них;

2) оптимізація пропорцій різних видів інвестицій в межах всього інвестиційного портфелю;

3) оцінка інвестиційної привабливості об'єктів інвестування для вибору конкретних реальних проєктів та цінних паперів, що включаються у портфель, з метою формування його оптимальної структури;

4) моніторинг ефективності інвестиційного портфелю з метою його диверсифікації, оцінка доходності, ризику та ліквідності в цілому за портфелем та окремими його складовими.

5) управління інвестиційним портфелем (продаж одних об'єктів інвестування та купівля на зміну їм інших для зростання або стабілізації доходів, безпечності та ліквідності портфелю).

Процес управління інвестиціями на ринку капіталу І. Бланк [9, 8] пропонує проводити у шість етапів: аналіз стану інвестування у попередньому періоді; визначення обсягів інвестування, оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів, формування портфеля цінних паперів, операційне управління інвестиційним портфелем.

У процесі управління інвестиційним портфелем науковці виділяють активну й пасивну моделі [9, 8, 34, 197, 231, 257].

Активна модель управління базується на ретельному відстеженні й терміновому придбанні інструментів, що відповідають інвестиційним цілям портфеля, а також швидку зміну структури фінансових інструментів, що входить до його складу.

В основу пасивного управління покладене створення диверсифікованих портфелів із завчасно визначеним рівнем ризику, розрахованим на довгострокову перспективу.

Основна перевага пасивної моделі управління – низький рівень накладних витрат, проте в умовах функціонування ринку цінних паперів України, що характеризується різкою зміною котирувань, динамічністю процесів, слабким ступенем прогнозованості цін, пов'язаними із недостатньо сильною ефективністю ринку, більш прийнятною для оптимізації інвестиційного портфелю є активна модель управління.

За результатами проведених досліджень теоретичних положень інвестиційного процесу та етапів його реалізації можна зробити висновок, що спільним для всіх авторів є виокремлення етапу вибору фінансових інструментів (у даному випадку акцій) для інвестування при формуванні інвестиційного портфелю та поточного моніторингу для можливої зміни складу цінних паперів при управлінні інвестиційним портфелем.

Рекомендації відповідно купівлі-продажу цінних паперів надаються аналітиками інвестиційних банків та інвестиційних компаній. У залежності від змісту рекомендації можна поділити на дві групи – відносні та абсолютні [76].

Відносні рекомендації, або рейтинги, є оцінкою інвестиційної привабливості конкретного цінного паперу стосовно ринку в цілому (relative value) або до окремих порівняних паперів. Відносна інвестиційна привабливість випуску стосовно ринку в цілому визначається кожним інвестиційним банком чи компанією за власною методикою й оцінюється, як

правило, у рамках заздалегідь визначеної шкали. Відносна інвестиційна привабливість стосовно конкретних цінних паперів виражається в зіставленні аналізованого випуску не з ринком у цілому, а з окремими порівняними за визначеними аналітиком параметрами цінного паперу.

Абсолютні рекомендації ґрунтуються на здійсненні конкретних дій із цінними паперами. Шкала абсолютних рекомендацій складається з порад «продавати» (sell), «тримати» (hold) і «купувати» (buy), з можливою вказівкою більш точних відносних характеристик (strong buy – «впевнено купувати» і strong sell – «впевнено продавати») [76].

Досліджуючи розробки економістів із питань прийняття інвестиційних рішень купівлі-продажу цінних паперів, можна зробити висновок, що всі вони відрізняються як переліком критеріїв для прийняття рішень, так і результатами отриманих рекомендацій.

Російський науковець А. О. Недосекін розглядає процедуру скорингу акцій, під якою розуміє оцінку цінних паперів, що дозволяє ранжувати акції за критерієм їх інвестиційної привабливості в межах виділених груп та надавати брокерські рекомендації з купівлі-продажу цінних паперів [143, 144]. Економістом проведено аналіз всесвітньо відомих систем рейтингування цінних паперів:

а) система Poor Fundamentalist (для прийняття рішення купівлі-продажу-утримання використовують одинадцять фундаментальних показників кількісного характеру);

б) система Vector Vest (здійснюється шкалірування відхилення фактичної ціни цінного паперу від її розрахункового значення, шкалірується безпечність паперу, прогнозується його доходність, досліджується цінова історія, і всі ці проаналізовані аспекти зводяться в один комплексний показник, на основі якого система здійснює рекомендації);

в) система рейтингування Zaks Investment Research (базується на зваженні оцінок аналітиків та експертів).

Науковець [143, 144] із використанням апарату нечіткої логіки пропонує методику прийняття інвестиційних рішень на основі п'яти показників – цінового мультиплікатора P/E (відношення ціни однієї акції до прибутку підприємства на одну акцію), Value (загальної капіталізації), Rev. g (зростання продажу — виручки підприємства за рік), ROIC (рентабельність інвестованого капіталу), Tot D/Eq (відношення заборгованості підприємства до величини ринкової капіталізації). У результаті реалізації даної методики побудована шкала з п'яти значень – «Strong Buy» (SB – Впевнено купувати), «Moderate Buy» (MB – Купувати під сумнівом), «Hold» (H – Тримати), «Moderate Sell» (MS – Продавати під сумнівом), «Strong Sell» (SS – Впевнено продавати) [144, с. 156].

Подібна за методичним підходом модель прийняття інвестиційних рішень розроблена вітчизняними економістами Н. М. Внуковою та С. О. Коніщевим [26] на базі інформації ринку цінних паперів України. Від моделі А. О. Недосекіна [144] її відрізняє склад показників, на основі яких приймається рішення про купівлю-продаж-утримання акції (в моделі враховується п'ять показників – капіталізація підприємства та цінові мультиплікатори P/E, P/S, EV/EBITDA, P/BV) та результуюча шкала рішень (складається з дев'яти інтервалів – «Strong Sell» - впевнено продавати, «Sell» - продавати, «Msell» - можливий продаж, «Qsell» - не виключений продаж, «Hold» - утримувати, «Qbuy» - не виключена покупка, «Mbuy» - можлива покупка, «Buy» - купувати, «Strong Buy» - впевнено купувати).

Розглянуті вище моделі прийняття рішень базуються на використанні фундаментального аналізу акцій, на відміну від якого групою дослідників Д. В. Жорою, А. М. Резником, А. Є. Дорошенком [75] розроблено методику надання рекомендацій купівлі-продажу-утримання цінних паперів, яка базується на використанні класифікатора з випадковими підпросторами, на основі технічного аналізу акцій. Економісти розробили модель прийняття рішення на основі п'яти показників: Open (ціна акції на момент відкриття торгів), High (найвища ціна угоди за день), Low (найнижча ціна угоди за

день), Close (ціна акції на момент закриття торгів), Volume (обсяг торгів за день). Результатами даної моделі можуть бути класифікації рішень на дві («Sell» - продавати «Buy» - купувати) і п'ять («Strong Buy» - впевнено купувати, «Buy» - купувати, «Hold» - утримувати, «Sell» - продавати, «Strong Sell» - впевнено продавати) категорій.

Необхідно зазначити, що наведені вище моделі орієнтовані на інституційних інвесторів, у складі яких є аналітичні відділи, експерти яких займаються розробкою рекомендацій для цінних паперів. Використання подібних методик самостійно інвесторами для оперативного прийняття рішень є обмеженим через складність розрахунків, досить високі фінансові витрати та витрати часу.

Інвестиційний аналітик Г. Домаш розробив власну методику відбору акцій для купівлі (процес скринінгу) [296]. Цей метод ґрунтується на комбінації стратегій різних керуючих капіталом, орієнтованих на оцінку вартості активів. Перевагою запропонованого економістом підходу є врахування технічних (дослідник пропонує для відбору акції, ціна яких має бути мінімум на 25 % нижчою від максимального значення за останні п'ять років) і фундаментальних (показники прибутковості, структури капіталу, дивідендних виплат підприємства, різноманітні цінові мультиплікатори) характеристик цінних паперів. Основним недоліком описаного вище методичного підходу є відсутність формалізації результатів, тобто дослідження економіста не доведені до конкретної методики і носять лише описовий характер.

У результаті розвитку національних та міжнародного фондових ринків, все більше уваги приділяється питанням корпоративних фінансів, що призвело до посилення актуальності використання рекомендацій інвестиційних банків для управління вартістю підприємства. За результатами досліджень А. В. Лукашова [122] включення компанії в аналітичні звіти і рекомендації інвесторам в останні роки стало умовою контракту з андеррайтером, оскільки вони сприяють розповсюдженню інформації про

нове підприємство серед інвесторів, збільшують інвестиційну та клієнтську бази, обумовлюють зростання вартості капіталу. Закордоном, в умовах перевищення пропозиції фінансових послуг над попитом, та боротьби за клієнтів інвестиційні банки в більшості випадків завищують пропоновані рекомендації щодо купівлі-продажу-утримання цінних паперів. Так, більше 75 % компаній впродовж року після IPO (initial public offering – початкове розміщення акцій) отримують інвестиційну рекомендацію головного менеджера IPO. Менше 5 % компаній не отримують рекомендацій зовсім. Більше 94 % всіх рекомендацій від провідного андеррайтера належать до категорій «Strong Buy» та «Buy», і жодна компанія не отримує рекомендацію категорії «Sell» [122].

У результаті досліджень аналітиків журналу Bloomberg Markets був складений рейтинг аналітичних відділів інвестиційних банків світу. Предмет дослідження — точність рекомендацій (купувати, тримати або продавати), які давали аналітики щодо акцій 200 найдорожчих компаній світу на підставі оцінки їхньої вартості. Точними вважалися прогнози експертів, що радили купувати акції компаній, які в майбутньому дорожчали (тобто приносили інвестору дохід). Якщо ж фахівці рекомендували купувати папери, а ті різко падали в ціні, такі рекомендації вважалися невірними. Укладачі рейтингу вивчили прогнози 350 фірм. Найкращими визнали прогнози інвестиційного банку Merrill Lynch, що дав правильні рекомендації у 34% випадків. Аналітики банку точно визначили тенденцію зростання/падіння акцій у 68 випадках з 200. У найбільшому інвестиційному банку світу Citigroup, що посів 10 місце у рейтингу Bloomberg Markets, прогнози справдилися у 32 випадках з 200 (лише 16% правильних рекомендацій) [251].

Дані щодо точності прогнозів українських аналітиків непоширені. Однак оцінки вітчизняних фахівців справедливої вартості акцій однієї й тієї самої компанії можуть значно відрізнятися. У табл. 3.13 надано зведену інформацію відповідно рекомендацій купівлі-продажу-утримання та справедливої ціни акцій підприємств-емітентів на прикладі ПАТ

«Авдіївський коксохімічний завод» та ПАТ «Нижньодніпровський трубопрокатний завод» за даними різних інвестиційних компаній України [86].

Таблиця 3.13

Аналіз рекомендацій інвестиційних компаній України для купівлі-продажу акцій

Інвестиційна компанія	Дата прогнозу	Цільова ціна, дол. США	Рекомендація
ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»			
Dragon Capital	09.09.2008	37,88	STR BUY
Сократ	15.08.2008	52,80	STR BUY
Concorde Capital	12.06.2008	26,04	BUY
Арта	09.09.2008	26,19	BUY
Ренессанс Капітал	25.02.2008	16,50	HOLD
Galt & Taggart Sec	03.06.2008	32,20	BUY
Арт-Капітал	03.08.2009	14,40	BUY
Альфа Капітал	-	12,12	HOLD
Юпрас Капітал	19.03.2008	34,00	STR BUY
Трійка Діалог	21.08.2008	35,45	BUY
Сінком	03.08.2009	8,36	BUY
ПАТ «Нижньодніпровський трубопрокатний завод»			
Конкорд Капітал	12.05.2008	30,54	HOLD
Сократ	26.06.2008	27,90	BUY
Фолл Секьюритіз	26.06.2008	-	SELL
Драгон Капітал	23.10.2008	1,84	SELL
Альфа Капітал	-	20,33	BUY

При таких розбіжностях рекомендацій (табл. 3.13) потенційному інвестору важко зробити правильний вибір та оперативно приймати інвестиційні рішення щодо зміни складу портфелю цінних паперів. Саме тому розроблюване методичне забезпечення відбору акцій може бути рекомендовано як прийнятне для самостійного використання інвесторами.

Розробка рекомендацій з купівлі-продажу-утримання акцій, в основі яких покладений фундаментальний аналіз, базується на теорії внутрішньої вартості акцій, розробленої американськими аналітиками Б. Грехемом і Д. Доддом [106]. Визначення внутрішньої вартості акцій (інша назва – справедлива, інвестиційна вартість) важливе тим, що дозволяє інвесторові

скористатися тимчасовими ціновими коливаннями на фондовому ринку. Якщо акції продаються дешевше їхньої внутрішньої вартості, велика ймовірність, що ринок рано чи пізно це помітить і котирування піднімуться до рівня, що точніше відбиває дійсну силу компанії. В умовах ефективності ринку цінних паперів ціна акцій на фондовому ринку намагається зрівнятися з їх «внутрішньою вартістю».

Розрахункова величина ключового цінового мультиплікатора EV/A є найбільш вірогідною ціною акцій емітента за умов ефективності ринку, оскільки визначена на основі фундаментального аналізу з урахуванням коефіцієнтів фінансового стану об'єкта інвестування та у порівнянні з подібними за джерелами фінансування господарської діяльності об'єктами. Саме тому отримана розрахункова величина цінового мультиплікатора може бути використана для визначення внутрішньої вартості акцій емітента-об'єкта оцінки, тобто бути критерієм справедливості оцінки даних акцій фондовим ринком.

Для можливості розробки методики скорингу акцій був проведений аналіз відхилень розрахункового значення цінового мультиплікатора EV/A (за побудованими моделями експрес-оцінки бізнесу) та ринкової величини мультиплікатора. Результати розрахунків справедливої величини ключового цінового мультиплікатора та наявності переоцінки чи недооцінки акцій аналізованих підприємств-емітентів ринком цінних паперів надано в табл. Ц.1.

Ідентифікація переоцінених чи недооцінених акцій емітентів ринком проведена на основі порівняння ринкової величини цінового мультиплікатора та розрахункової (справедливе значення, визначене на основі фундаментальних характеристик цінного паперу як альтернативної інвестиції) У разі перевищення ринкової величини мультиплікатора (позитивне значення відхилення) має місце переоцінка акцій підприємства ринком, у загальному випадку такі цінні папери мають рекомендації на продаж, оскільки передбачається відсутність потенціалу для зростання

ринкової ціни. В іншому випадку, коли ринкова величина мультиплікатора менша за справедливе значення, такі акції вважаються недооціненими і рекомендуються для купівлі.

Будь-яке емпіричне наукове дослідження починається з фіксації вираженості досліджуваної властивості об'єкта, як правило, за допомогою кількісного виміру. Вимірювання – це приписування числових форм об'єктам або подіям відповідно до визначених правил. Числова система є множиною елементів із реалізованими відношеннями, яка представляє собою модель для множини вимірюваних об'єктів. Основним інструментом вимірювання є шкали [92].

Поняття «шкали вимірювання» вперше введено в теорію виміру американським психологом С. С. Стівенсоном для реалізації психофізичних вимірів. Подальший розвиток теорія вимірювання отримала в результаті досліджень П. Суппеса та Дж. Зінеса, які розробили математичні обґрунтування побудови шкал [229]. Сучасні розробки в теорії шкалювання належать Ю. Н. Толстовій [229], Г. С. Батигіну [6], А. А. Клевцовій [92], А. І. Орлову [148] та ін.

Шкали розділяють на метричні (якщо є або може бути встановлена одиниця виміру) і неметричні (якщо одиниці виміру не можуть бути встановлені) [92].

При математичному моделюванні реального явища або процесу необхідно перш за все встановити типи шкал для вимірювання змінних. За результатами теоретичних досліджень із предмету шкалювання встановлено, що підходи до виділення типів шкал та їх інтерпретації є неоднозначними.

А. А. Клевцова [92], аналізуючи розробки С. С. Стівенсона, виділяє чотири типи шкал – номінативна (номінальна, шкала найменувань), порядкова (рангова), інтервальна (шкала рівних інтервалів) та шкала рівних відношень (абсолютна шкала), а також інші види шкал (дихотомічна, шкала різниць та абсолютна шкала).

А. І. Орлов [148] у свою чергу виокремлює шість типів шкал:

- 1) шкали для вимірювання якісних ознак – найменувань (номінальна) і порядкова шкала;
- 2) шкали для вимірювання кількісних ознак – інтервалів, відношень, різниць та абсолютна шкала.

Ю. Н. Толстова [229] також називає шість типів шкал, як і А. І. Орлов [148], але при цьому виділяє тип однієї шкали більш високим, ніж тип іншої, якщо сукупність допустимих перетворень першої шкали включається в сукупність допустимих перетворень другої.

Оскільки рівень недооцінки чи переоцінки вартості власного капіталу підприємства є кількісним показником (вимірюється в процентах), більш докладно було розглянуто види шкал, що використовуються для вимірювання кількісних властивостей ознак [6, 92, 137, 148, 229].

Інтервальна шкала визначає величину відмінностей між об'єктами у прояві властивості. Основною особливістю шкали інтервалів є рівні відстані між вимірюваними властивостями [92], при цьому точка відліку та одиниці вимірювання шкали задаються дослідником самостійно [148].

Найбільше розповсюдження серед кількісних шкал отримала шкала відношень, характерними особливостями якої є наявність точки відліку – абсолютного нуля, що свідчить про відсутність властивості, та відсутність одиниці виміру. За шкалою відношень вимірюється більшість фізичних одиниць: маса тіла, довжина, заряд, а також ціни в економіці [148].

У шкалі різниць є одиниця виміру, але відсутня точка відліку, за допомогою шкали різниць вимірюється час. Абсолютна шкала в якості результатів виміру використовує звичайні числа для характеристики ознаки [229].

Шкала для прийняття інвестиційних рішень купівлі-продажу цінних паперів на основі порівняння ринкової величини цінового мультиплікатора EV/A із справедливим значенням побудована з використанням інтервального типу.

Принцип побудови більшості інтервальних шкал ґрунтується на правилі «трьох сигм» [92]: приблизно 97,7-97,8% всіх значень ознаки при нормальному її розподілі знаходяться в діапазоні $M \pm 3\sigma$. Можна побудувати шкалу в одиницях часток стандартного відхилення, що буде охоплювати весь можливий діапазон зміни ознаки, якщо крайній ліворуч і крайній праворуч інтервали залишити відкритими.

Проблемним залишається питання вибору величини для встановлення точки відліку шкали. А. І. Орлов [148] доводить, що при побудові інтервальної шкали як точку відліку можна використовувати середнє арифметичне значення (для достатньо однорідних сукупностей без наявних викидів), а також модальне та медіанне значення.

Кеттелл Р. Б. запропонував шкалу стенів («стандартної десятки»), в якості точки відліку для якої використовується середнє арифметичне значення, а інтервали сформовані методом відмірювання $1/2$ стандартного відхилення вправо та вліво від точки відліку [92].

Смоляком В. А. [212] побудована шкала зон ризику діяльності підприємства для моделі експрес-оцінки ризику на основі ключового індикатора ризику – рівня реалізації продукції. Алгоритм формування даної шкали також ґрунтується на правилі «трьох сигм», в якості точки відліку використане середнє значення. Отримана дослідником шкала складається із чотирьох інтервалів, що відповідають безризиковій, допустимій, критичній та катастрофічній зоні ризику підприємства.

Притула Н. І. [161] розробила інтервальні шкали для вимірювання кількісних та якісних показників кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів, як точку відліку в яких використані медіанні значення діапазону розсіювання, та запропонований коригуючий коефіцієнт залежно від характеру асиметрії розподілу. Запропонована науковцем шкала складається з десяти інтервалів, що відповідає Національній рейтинговій шкалі.

У результаті аналізу теоретичних досліджень із розробки рекомендацій поведінки з акціями на ринку цінних паперів було визначено найбільш поширені п'ять рекомендацій:

- а) «Strong Buy» (SB – Впевнено купувати);
- б) «Buy» (B – Купувати під сумнівом);
- в) «Hold» (H – Тримати);
- г) «Sell» (S – Продавати під сумнівом);
- д) «Strong Sell» (SS – Впевнено продавати).

Таким чином, для розробки методики прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів автором запропоновано побудувати шкалу із п'яти інтервалів.

Для можливості побудови шкали прийняття інвестиційних рішень скорингу акцій на рис. 3.5 автором наведено розподіл 73 аналізованих у п. 2.2 та п. 3.1 підприємств-емітентів за показником відхилення ринкового значення цінового мультиплікатора EV/A від справедливого.

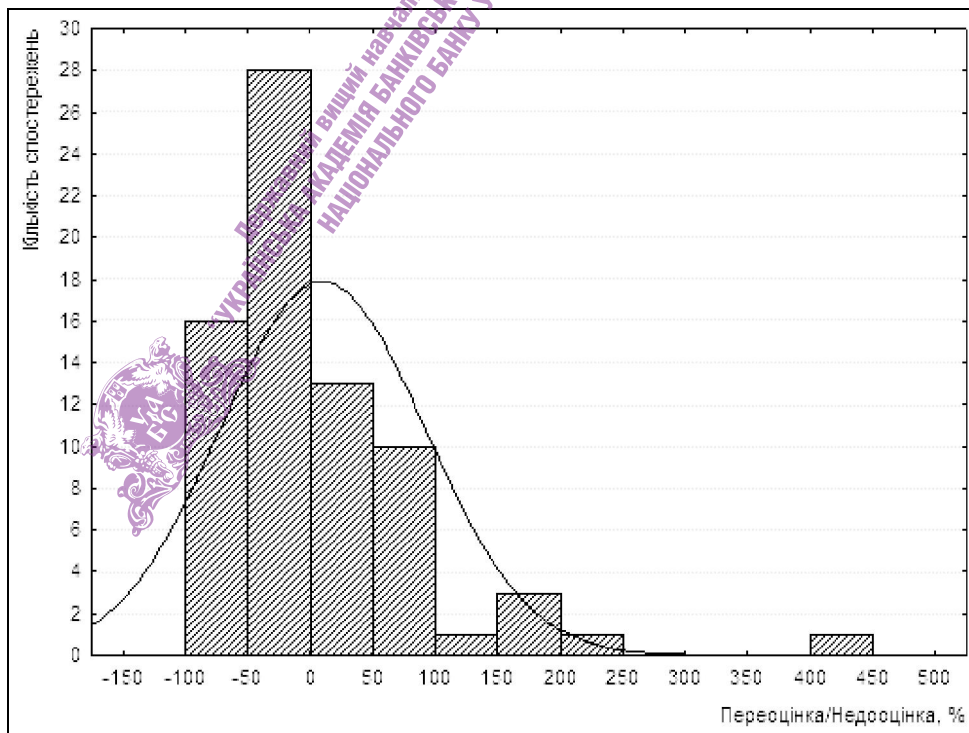


Рис. 3.5. Розподіл підприємств-емітентів за показником відхилення ринкового значення цінового мультиплікатора EV/A від справедливого

Як видно з рис. 3.5., характер розподілу показника відхилення близький до нормального.

У табл. 3.14. надано кількісний склад виділених груп емітентів за показником відхилення розрахункового та ринкового значення мультиплікатора EV/A.

Таблиця 3.14

Розподіл підприємств-емітентів за показником відхилення ринкового значення цінового мультиплікатора EV/A від справедливого

Відхилення ринкового та справедливого значення мультиплікатора EV/A, %	Кількість емітентів у групі, шт.
< -100	0
-100 — 0	44
0 — 100	23
>100	6
Всього емітентів	73

За результатами рис. 3.5. та табл. 3.14. можна зробити висновок, що має місце асиметрія розподілу емітентів у бік недооцінених акцій (загальна кількість 44 підприємства із 73 аналізованих). При цьому найбільша кількість емітентів знаходиться у діапазоні (-100; 100 %) відхилення ринкового та справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A.

Кількісні характеристики розподілу аналізованої сукупності емітентів за показником відхилення ринкового та справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A надано в табл. 3.15.

Вимогою відповідності розподілу інтенсивностей нормальному є рівність величин моди, медіани та середнього [77, с. 93]. За результатами табл. 3.15. видно, що дана вимога для аналізованого розподілу не виконується.

Для перевірки гіпотези щодо розподілу аналізованого показника за нормальним законом застосовувався критерій Колмогорова-Смірнова,

теоретичне значення якого при рівні значимості 0,05 складає ($\lambda_{0,05} = 0,89$) [215, с. 84].

Таблиця 3.15

Кількісні характеристики розподілу підприємств-емітентів за показником відхилення ринкового значення цінового мультиплікатора EV/A від справедливого

Показник	Умовне позначення	Значення показника, %
Середнє значення	\bar{x}	9,075
Медіана	M	-8,700
Мода	M_o	-25,000
Дисперсія	σ^2	6635,257
Середнє квадратичне відхилення	σ	81,457
Коефіцієнт асиметрії	K_a	2,573
Коефіцієнт ексцесу	K_e	9,914
Значення критерію Колмогорова-Смірнова	D_n	21,1798

Оскільки розрахункове значення критерію перевищує теоретичне ($D_n = 21,1798 > 0,89$), гіпотеза про відповідність нормальному закону розподілу показника відхилення ринкового значення цінового мультиплікатора EV/A від справедливого при рівні значимості ($\alpha = 0,05$) має бути спростована.

Аналізуючи значення коефіцієнту асиметрії (K_a) та коефіцієнту ексцесу (K_e) за даними табл. 3.8, можна зробити висновок про характер розподілу аналізованого показника – він є правобічно асиметричним ($K_a > 0$) та високовершинним ($K_e > 0$) [29].

За даними розподілу емітентів (рис. 3.5) видно, що деякі підприємства мають значне відхилення за аналізованим показником від середнього значення. При виключенні нетипових значень (викидів) загальний обсяг аналізованої вибірки був зменшений до 67 об'єктів. Розподіл підприємств-емітентів за показником відхилення ринкового значення цінового

мультиплікатора EV/A від справедливого у межах сукупності об'єктів, очищеної від нетипових значень, наданий на рис 3.6.

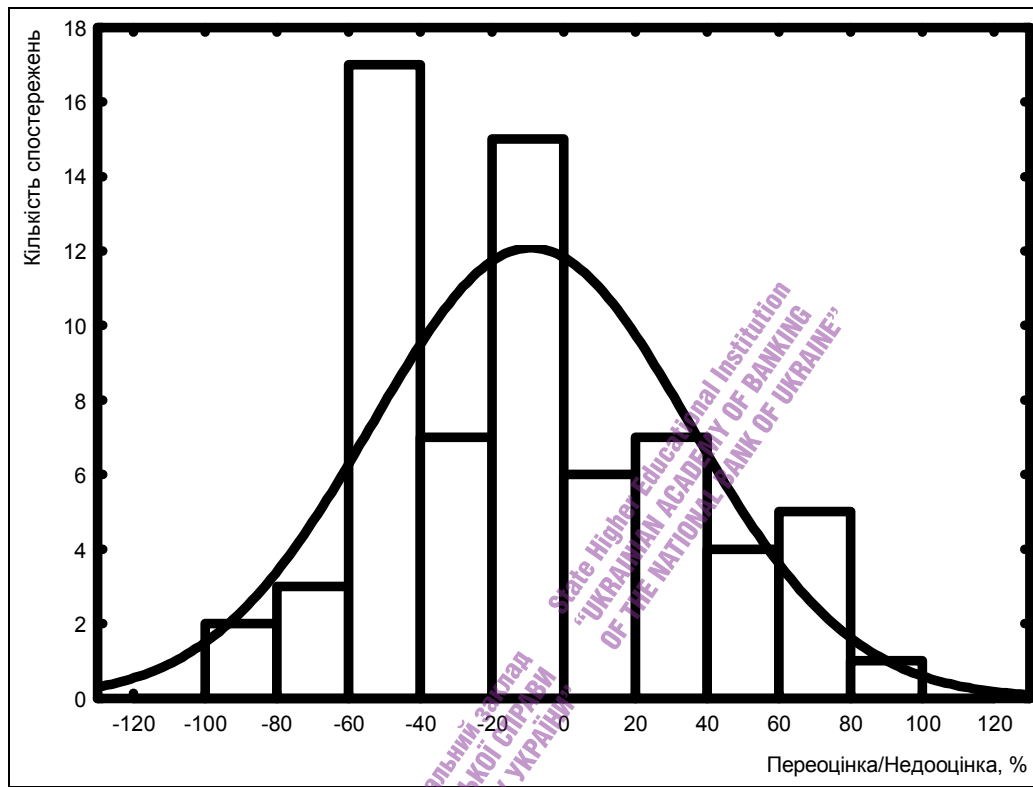


Рис. 3.6. Уточнений розподіл підприємств-емітентів за показником відхилення ринкового значення цінового мультиплікатора EV/A від справедливого

За даними рис. 3.6. можна зробити висновок про наближення розподілу підприємств за аналізованим показником до нормального. Отриманий висновок доводиться значеннями показників асиметрії ($K_a = 0,45$) та ексцесу ($K_e = -0,53$), що є достатньо низькими та дозволяють розглядати отриманий розподіл як нормальний.

Оскільки отриманий розподіл підприємств-емітентів за показником відхилення ринкового та справедливого значень ключового цінового мультиплікатора EV/A близький до нормального, для побудови інтервалів показника відхилення шкали прийняття інвестиційних рішень є можливим використання правила «трьох сигм».

Економічний зміст показника відхилення ринкового та справедливого значень цінового мультиплікатора EV/A полягає у порівнянні оцінки вартості цінних паперів емітента фондовим ринком та їх внутрішньої вартості, розрахованої на базі методів фундаментального аналізу акцій. Тоді як точку відліку для побудови інтервалів відхилення доцільним є використання абсолютного нуля – у такій ситуації ринкова та справедлива вартість акції є ідентичною. Оскільки розроблювана шкала є симетричною відносно нуля, і кількість необхідних інтервалів дорівнює п'яти (відповідає кількості можливих рекомендацій для прийняття інвестиційного рішення), нульове значення відхилення відповідатиме центру серединного інтервалу.

Крок інтервалів складатиме $1,2 \sigma$ ($(6 \sigma) / 5 = 1,2 \sigma$), тоді межі серединного інтервалу будуть дорівнювати $[-0,6 \sigma; 0,6 \sigma]$. Отримана шкала інтервалів, що відповідає рекомендаціям прийняття рішень купівлі-продажу акцій, надана на рис. 3.7.

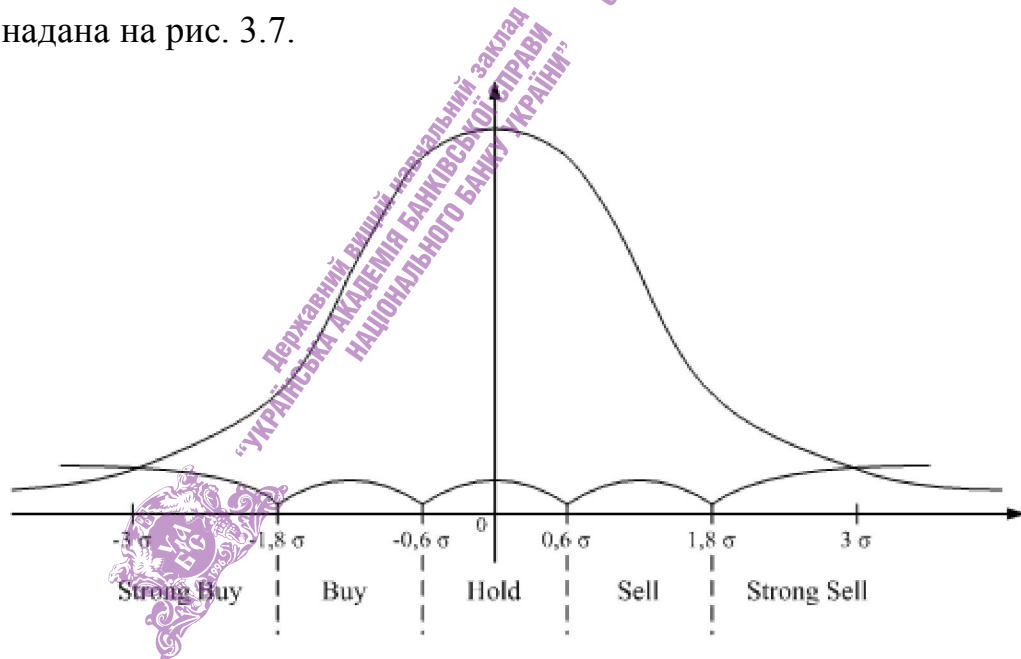


Рис. 3.7. Шкала інтервалів відхилення ринкового та справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A

Із рис. 3.7. видно, що крайні інтервали, які відповідають рекомендаціям «Strong Buy» (SB – Впевнено купувати) і «Strong Sell» (SS – Впевнено продавати) є відкритими.

Оскільки середнє квадратичне відхилення аналізованого показника для сукупності підприємств-емітентів, очищеної від нетипових значень, складає 44,24, тоді межі серединного інтервалу в числовому виразі становитимуть [-26,54; 26,54]. У табл. 3.16 надано шкалу інтервалів для розробки рекомендацій купівлі-продажу акцій у числовому виразі.

Таблиця 3.16

Шкала інтервалів показника відхилення ринкового від справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A та відповідні їм рекомендації з купівлі-продажу акцій

Рекомендація	Діапазон показника відхилення ринкового від справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A, %
Strong Buy	(-132,72; -79,63]
Buy	(-79,63; -26,54]
Hold	(-26,54; 26,54]
Sell	(26,54; 79,63]
Strong Sell	(79,63; 132,72)

За результатами визначених діапазонів показника відхилення ринкового від справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A (табл. 3.16) були надані рекомендації із прийняття інвестиційних рішень купівлі-продажу цінних паперів аналізованих підприємств-емітентів (табл. Ц.2). Зведені результати отриманих рекомендацій представлені в табл. 3.17.

Таблиця 3.17

Зведені результати отриманих рекомендацій для акцій аналізованої сукупності підприємств-емітентів

Рекомендація	Кількість підприємств-емітентів, шт.
Strong Buy	2
Buy	23
Hold	27
Sell	14
Strong Sell	7

За даними табл. 3.17 можна зробити висновок, що акції аналізованих підприємств-емітентів розподілені достатньо рівномірно (25 підприємств характеризуються як недооцінені, 21 – переоцінені і 27 підприємств приблизно відповідають ринковій ціні акцій).

Таким чином, за результатами проведених досліджень визначено основні етапи інвестиційного процесу та виділено ті з них, у яких інструментами можуть бути використані результати експрес-оцінки вартості бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором EV/A – це етап формування та поточного моніторингу інвестиційного портфелю цінних паперів.

Обґрунтовано можливість використання розрахункової величини ключового цінового мультиплікатора для визначення внутрішньої (справедливої, інвестиційної) вартості акції та встановлення факту переоцінки чи недооцінки акцій підприємства-емітента, що є об'єктом оцінки, ринком цінних паперів.

Побудована шкала для показника відхилення ринкового та розрахункового (справедливого) значення цінового мультиплікатора EV/A може бути використана потенційними інвесторами при формуванні портфелю цінних паперів, його поточному моніторингу та управлінні вартістю. Алгоритм проведення розрахунків за розробленим методичним забезпеченням експрес-оцінки бізнесу та використання його результатів у інвестиційному процесі на ринку цінних паперів наведені у додатку III відповідно на рис. III.1-III.2.

Висновки до розділу III

1. У результаті встановлення слабкої залежності цінового мультиплікатора EV/A від сформованого на першому етапі відбору переліку кількісних і якісних показників при розрахунку на основі загальної сукупності підприємств-емітентів, було прийняте рішення про поділ загальної сукупності на 4 групи у відповідності виконання нормативних

значень чистого оборотного капіталу (більше 0 і менше 0) та коефіцієнту фінансування (більше 1 та менше 1).

2. Із використанням методів кореляційно-регресійного аналізу для кожної із чотирьох сформованих груп підприємств-емітентів було побудовано моделі експрес-оцінки бізнесу на основі розрахунку ключового цінового мультиплікатора. Параметри і характеристики статистичних критеріїв отриманих моделей свідчать про їх адекватність, статистичну значимість та можливість практичного застосування.

3. Обґрунтовано методом SWOT-аналізу ефективність розробки методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу, що базується на розрахунку справедливої величини ключового цінового мультиплікатора і на його основі – вартості оцінюваного бізнесу. Дані моделі експрес-оцінки бізнесу дозволяють посилити слабкі сторони й нівелювати потенційні загрози традиційних підходів (а саме – дозволяють скоротити витрати часу й фінансових ресурсів на залучення кваліфікованих експертів-оцінювачів, є прийнятними для самостійного застосування інвесторами) й існуючих методик експрес-оцінки, в яких результирующим показником виступає абсолютна величина вартості бізнесу (на відміну від існуючих методик є універсальними, оскільки направлені на оцінку бізнесу з позиції об'єкту інвестування без урахування галузевої приналежності та надають можливості не лише оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених об'єктів).

4. Проведено перевірку можливості застосування запропонованого методичного забезпечення до оцінки вартості бізнесу підприємств-емітентів на основі порівняння ринкової вартості бізнесу, отриманої за розробленою методикою, та доходним підходом на базі 10 підприємств-емітентів, у результаті чого було встановлено, що для 6 підприємств (60 %) отримана величина ринкової вартості є узгодженою (відхилення за результатами підходів складає менше 20 %). Це доводить можливість використання запропонованої методики на рівні експрес-оцінки, для остаточного

визначення вартості підприємства необхідне проведення більш детального аналізу.

5. Проаналізовано існуючі теоретичні підходи до визначення інвестиційного процесу та його стадій, окреслено етапи інвестиційного процесу, для реалізації яких може біти використана розроблена методика експрес-оцінки вартості бізнесу, а саме – на етапі відбору, поточного моніторингу та управління вартістю портфеля цінних паперів.

6. Розроблено методичне забезпечення для прийняття інвестиційних рішень з купівлі-продажу-утримання цінних паперів (акцій) на основі побудови шкали відхилення ринкового значення ключового цінового мультиплікатора EV/A від справедливої величини, розрахованої за розробленою методикою.

Результати дослідження були підтверджені у [27, 60, 63, 68].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ВИСНОВКИ

Наукові дослідження, проведені в дисертаційній роботі, довели, що на сучасному етапі розвитку корпоративного менеджменту ефективно управління підприємством не можливе без значної уваги формуванню вартості бізнесу. На сьогодні дедалі більше домінує концепція управління вартістю підприємства (Value Based Management), яка передбачає підпорядкування усіх процесів, що відбуваються на підприємстві, єдиній меті – створенню доданої вартості для інвесторів, яку вони можуть відчутти у разі отримання дивідендів чи зростання ринкового курсу акцій.

Вирішені у дисертаційній роботі завдання спрямовані на наукове обґрунтування й удосконалення теоретичних підходів та розробку практичних рекомендацій із методичного забезпечення оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів.

Наукові результати проведеного у дисертації дослідження полягають у розробці методичного забезпечення оцінки бізнесу підприємств-емітентів, зокрема моделей експрес-оцінки вартості бізнесу на основі застосування ключового цінового мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів).

У дисертаційній роботі проведено дослідження теоретичних засад визначення суті оцінки бізнесу та удосконалення принципів її проведення. Виділено ключові поняття, що складають понятійний апарат процесу оцінки – «бізнес», «підприємство», «цілісний майновий комплекс», «власний капітал підприємства», «інвестований капітал підприємства» «корпоративні права», проведено аналіз визначень виділених понять, затверджених на законодавчому рівні та побудовано систему об'єктів оцінки з визначенням зв'язків між її елементами. Автором визначено основні види вартості, що можуть розраховуватися при оцінці бізнесу та виділено умови їх застосування. Встановлено коло споживачів результатів оцінки бізнесу з

виділення її цільової направленості для кожної групи зацікавлених осіб. Виділено основні проблеми, що виникають у приватних інвесторів при реалізації вартісних критеріїв для прийняття управлінських рішень: високі фінансові витрати, пов'язані із залученням кваліфікованих оцінювачів, достатньо довгий часовий період, неможливість самостійного застосування інвесторами. Проведено аналіз дисертаційних досліджень за останнє десятиріччя, пов'язаних з темою роботи, та визначено хронологію зміни їх проблематики. Уточнено склад принципів оцінки бізнесу, пов'язаних із ринковим середовищем, визначено перелік принципів, на базі яких повинна ґрунтуватися методика експрес-оцінки бізнесу, принцип відповідності фінансово-економічних показників, принцип попиту і пропонування, принцип доступності інформації, принцип залежності, принцип синергії.

При дослідженні методологічного апарату оцінки бізнесу проаналізовано існуючі традиційні та модифіковані підходи до вартісної оцінки бізнесу, проведено огляд існуючих методик експрес-оцінки вартості бізнесу. Автором проаналізовано основні інструменти оцінки бізнесу в межах трьох підходів (дохідний, порівняльний та майновий) та виділено з них ті, для реалізації яких необхідна інформація ринку цінних паперів. У результаті було встановлено, що найбільшим чином інформація фондового ринку використовується у методах порівняльного (ринкового) підходу.

На основі методу аналізу ієрархій за визначеними критеріями (часовий інтервал, необхідний для проведення оціночних процедур; врахування ринкової інформації про формування цін на подібне майно; можливість врахування перспектив розвитку об'єкту оцінки; відображення поточного фінансового стану підприємства-емітента, що є об'єктом оцінки; обсяг внутрішньої інформації, необхідний для реалізації підходу до оцінки бізнесу) доведено доцільність орієнтації оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень на методи порівняльного підходу.

Виділено головні перешкоди та проблеми застосування методів порівняльного підходу до оцінки бізнесу в умовах функціонування фондового ринку України та запропоновано можливі шляхи вирішення.

Для цього досліджено основні інструменти методів порівняльного підходу до оцінки бізнесу – цінові мультиплікатори, визначено найбільш поширені з них та побудовано класифікацію цінових мультиплікаторів за встановленими класифікаційними ознаками (часовий період базового показника, вид базового показника, зміст базового показника, джерело інформації, тип цінового показника, вид оцінюваних прав власності, сфера застосування, розрахунок бази мультиплікатора).

Для визначення основних індикаторів фондового ринку України та проведення аналізу умов його функціонування відповідно до визначених індикаторів проаналізовано базові концепції аналізу і класичні теорії ціноутворення на ринку акціонерного капіталу та визначено сферу їх застосування в методологічному апараті оцінки бізнесу.

Зроблено висновок про можливість виокремлення двох підходів до визначення індикаторів ринку цінних паперів – як показників, що характеризують стан фондового ринку в цілому, та показників оцінки цінних паперів конкретних підприємств-емітентів. Визначено як основні характеристики ринку цінних паперів у цілому (комплексні індикатори розвитку) використання наступних показників – загальної капіталізації фондового ринку, динаміки фондового індексу ПФТС, обсягу торгів та кількості укладених на біржі угод купівлі-продажу цінних паперів. Проведено аналіз поточного стану ринку цінних паперів України за визначеними індикаторами, в результаті якого встановлена наявність однакової тенденції для використаних індикаторів – зростання до першого півріччя 2008 р., стрімке падіння у другому півріччі 2008 р. і поступова позитивна тенденція з початку 2009 р.

Узагальнення взаємозв'язку інструментів оцінки бізнесу з індикаторами ринку цінних паперів встановлено через цінові

мультиплікатори, що виступають у двох формах (з одного боку як інструменти методів порівняльного підходу до оцінки бізнесу, з іншого – як відносні показники капіталізації, що є індикаторами ринку цінних паперів).

Проведені розрахунки з використанням методів кластерного аналізу та регресійного аналізу з фіктивними змінними довели, що вплив галузевого критерію при відборі об'єктів порівняння в методах порівняльного підходу не є значущим, розподіл підприємств-учасників фондового ринку за величинами їх мультиплікаторів не залежить від галузевої приналежності;

Як ключовий ціновий мультиплікатор, на базі якого були розроблені моделі експрес-оцінки бізнесу, використано показника EV/A (відношення ринкової вартості підприємства до величини його активів). Підставою для вибору даного показника як ключового є наступне: найбільш узгоджені значення мультиплікатора за аналізований період (2007 р.- перше півріччя 2009 р.), оскільки вибіркова сукупність за показником EV/A характеризується найменшим коефіцієнтом варіації; найбільш інформативний показник у порівнянні з останніми ціновими мультиплікаторами (у чотирьох з п'яти аналізованих періодах мультиплікатором-репрезентантом став показник EV/A , за п'ятий період значення аналізованого показника також досить близьке до мінімального); для мультиплікатора EV/A характерний найтісніший зв'язок із вартісними показниками у порівнянні з іншими мультиплікаторами; відповідність напрямкам реалізації державних програм у сфері корпоративного управління (до групи критеріїв ефективності прийняття управлінських рішень органами управління об'єкта державної власності, розробленої Фондом державного майна України, включено тенденції зміни вартості активів).

Для реалізації першого етапу відбору кількісних та якісних показників моделі експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора, в якості якого був визначений показник EV/A (відношення вартості підприємства та величини активів), проаналізовано структуру і склад фінансово-економічних показників десяти офіційних методик оцінки

фінансового стану підприємств, у результаті чого було відібрано за визначеними критеріями 27 кількісних показників. За результатами аналізу вітчизняних і закордонних досліджень проаналізовано найбільш поширені якісні критерії, що мають вплив на вартість бізнесу, та сформовано початковий перелік якісних показників, потенційно можливих для включення в модель експрес-оцінки бізнесу – 15 якісних показників, що характеризують шість визначених в якості найпоширеніших якісних критеріїв, що визначаються на основі внутрішньої інформації підприємства та критерію ринкових характеристик акцій оцінюваного підприємства-емітента.

Проведені розрахунки, спрямовані на побудову моделей експрес-оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором, перевірку їх застосування через порівняння вартості бізнесу, отриманої за розробленою експрес-методикою та доходним підходом, довели можливість застосування розробленої методики у процесі прийняття інвестиційних рішень.

Методика експрес-оцінки бізнесу базується на основі розробки моделей розрахунку ключового цінового мультиплікатора за кількісними та якісними показниками. При цьому автором було запропоновано як критерії формування груп підприємств-емітентів використання показників чистого оборотного капіталу та коефіцієнту фінансування, що дало змогу виділити чотири однорідні групи об'єктів оцінки.

На основі реалізації SWOT-аналізу доведено ефективність розробленого методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу з використанням індикаторів ринку цінних паперів. Дані моделі дозволили посилити слабкі сторони й нівелювати потенційні загрози традиційних підходів (а саме – скоротити витрати часу й фінансових ресурсів на залучення кваліфікованих експертів-оцінювачів, є прийнятними для самостійного застосування інвесторами) й існуючих методик експрес-оцінки, в яких результуючим показником виступає абсолютна величина вартості бізнесу (на відміну від існуючих методик є універсальними, оскільки направлені на оцінку бізнесу з позиції об'єкту інвестування без урахування

галузевої приналежності та надають можливості не лише оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених об'єктів).

Перевірка можливості застосування розробленої методики для експрес-оцінки вартості бізнесу була реалізована через порівняння ринкової вартості бізнесу, отриманої за розробленим методичним забезпеченням, та доходним підходом на базі 10 підприємств-емітентів, у результаті чого було встановлено, що для 6 підприємств (60 %) отримана величина ринкової вартості є узгодженою (відхилення за результатами підходів складає менше 20 %). Це доводить можливість використання запропонованої методики на рівні експрес-оцінки, для остаточного визначення вартості підприємства необхідне проведення більш детального аналізу.

Як інструмент формування, оперативного моніторингу та управління вартістю портфелю цінних паперів запропоновано використання показника відхилення ринкового значення цінового мультиплікатора EV/A від його справедливої величини, розрахованої за розробленою методикою. Автором побудовано шкалу прийняття інвестиційних рішень із купівлі-продажу-утримання акцій при управлінні портфелем цінних паперів у залежності від значення показника відхилення ринкового та справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A .

Теоретична і практична значимість розробок автора, що містяться у дисертації, доведена актами про впровадження у діяльність оціночних компаній України, схваленням «Української асоціації фахівців оцінки» «Українського товариства оцінювачів» та «Спільки оцінювачів України». Достовірність отриманих результатів підтверджено довідками про апробування цих досліджень. Основні положення і висновки, що викладені в дисертації, доповідалися й отримали схвалення на багатьох науково-практичних конференціях.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Агаев И. А. Нелинейное моделирование статистических свойств доходностей финансовых инструментов [Электронный ресурс] / И. А. Агаев, Ю. А. Куперин. – Режим доступа: <http://uecs.mcnip.ru/modules.php?name=News&file=print&sid=60>.
2. Анализ сильных и слабых сторон компании, возможностей и угроз (SWOT-анализ) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.stplan.ru/articles/theory/swot.htm>.
3. Арістова А. М. Актуальні питання оцінки вартості банку в умовах кризи / А. М. Арістова // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : зб. тез доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (21-22 травня 2009 р.) / ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С. 43-45.
4. Артеменков А. И. Об интегрированной теории оценки стоимости бизнеса / А. И. Артеменков, Г. И. Микерин // Финансовая консультация. – 2008. – № 7-8. – С. 4-15.
5. Бардакова Г. В. Формування портфелів міжнародних інвестицій в умовах інтеграції України до світового фондового ринку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Бардакова Ганна Вікторівна. – Донецьк, 2006. — 24 с.
6. Батыгин Г. С. Лекции по методологии социологических исследований. Шкалы [Электронный ресурс] / Г. С. Батыгин. – Режим доступа: http://business.polbu.ru/batygin_sociology/ch12_xi.html.
7. Белашев В. Инструменты управления стоимостью компании / В. Белашев // Финансовая консультация. – 2005. – № 1-2. – С. 4-13.

8. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учебный курс / И. А. Бланк. – К. : Ника-центр, Ольга, 2001. – 448 с.
9. Бланк И. А. Управление использованием капитала / И. А. Бланк. – К. : Ника-центр, Ольга, 2000 – 652 с.
10. Богатов А. О. Напрями удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні / А. О. Богатов // Розвиток наукової думки-2008 : зб. матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 жовтня 2008 р.). – Миколаїв : НУК, 2008. – С. 31-32.
11. Боев О. Як оцінити банк перед продажем / О. Боев // Фінансовий ринок України. – 2005. – № 3. – С. 14-15.
12. Божко В. П. Оценка рыночной стоимости предприятия как бизнеса / В. П. Божко, Г. С. Синько // Економіка, фінанси, право. – 2007. – № 12. – С. 3-7.
13. Большая советская энциклопедия [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://slovari.yandex.ru/dict/bse/article/00029/78200.htm>.
14. Бочуля Т. В. Характерні особливості акцій залежно від форми випуску / Т. В. Бочуля // Розвиток наукової думки-2008 : зб. матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 жовтня 2008 р.). – Миколаїв : НУК, 2008. – С. 34-37.
15. Браун М. Г. Сбалансированная система показателей на маршруте внедрения / М. Г. Браун. ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 232 с.
16. Брегхен Ю. Оценка стоимости бизнеса в условиях трансформационной экономики / Ю. Брегхен, Л. Гапонски // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 5. – С. 15-21.
17. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. ; пер. с англ. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.
18. Бродська І. І. Обліково-аналітичне забезпечення оцінки вартості підприємства : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук :

спец. 08.00.09 «Бухгалтерський облік, аналіз та аудит (за видами економічної діяльності)» / Бродська Ірина Іванівна. – К., 2008. – 19 с.

19. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса : учеб. / С. В. Валдайцев. – [изд. 2-е]. – М. : ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. – 360 с.

20. Васильчик І. В. Оцінка можливостей використання показника загальної доходності акціонерів в управлінні цінністю вітчизняних підприємств / І. В. Васильчик // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали науково-практичної конференції (28-29 травня 2009 р.) / Тернопільський національний економічний університет. – Т. : ТНЕУ, 2009. – С. 37-38.

21. Височанський В. Ю. Управління і регулювання факторами та наслідками курсової динаміки акцій : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 «Орг. упр., планув. та регулюв. економікою» / Височанський Володимир Юліанович. – Ужгород, 2002. – 19 с.

22. Вітковський О. Оцінка вартості пакета акцій та вплив на неї структури капіталу товариства / О. Вітковський // Підприємництво, господарство і право. – 2008. – № 2. – С. 163-165.

23. Власенко А. Финансовая анализ в контексте управления стоимостью бизнеса / А. Власенко // Финансовая консультация. - № 12. – 2004. – 24-26.

24. Власюк В. В. Економічні методи оцінки вартості майна підприємств у процесі приватизації : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.02 «Підприємництво, менеджмент та маркетинг» / Власюк Валерій Вячеславович. – Львів, 1998. – 16 с.

25. Влияние состояния фондовых рынков в мире на фондовый рынок Украины // Государственный информационный бюллетень о приватизации. – 2008. – № 11. – С. 3-4.

26. Внукова Н. М. Формування портфелю цінних паперів фінансовими установами на основі економіко-математичної моделі

[Електронний ресурс] / Н. М. Внукова, С. О. Коніщев. – Режим доступу: [http:// www.masters.donntu.edu.ua/2008/fem/aiko/library/7.pdf](http://www.masters.donntu.edu.ua/2008/fem/aiko/library/7.pdf).

27. Внукова Н. М., Дубовик А. О. Використання інструментів оцінки бізнесу для здійснення скорингу акцій підприємств-емітентів / Н. М. Внукова, А. О. Дубовик // Проблеми й перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей за матеріалами Одинадцятої Всеукраїнської науково-практичної конференції (12-13 листопада 2009 р.) / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2009. – С. 65-66.

28. Вожик С. В. Разработка методов оценки стоимости компании для принятия стратегических решений : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Вожик Сергей Владимирович. – Москва, 2005. – 26 с.

29. Вуколов Э. А. Основы статистического анализа. Практикум по статистическим методам и исследованию операций с использованием пакетов STATISTICA И EXCEL : учебное пособие / Э. А. Вуколов. – [изд. 2-е, испр. и доп.]. – М. : Форум, 2008. – 464 с.

30. Гавва В. Н. Потенціал підприємства: формування та оцінювання / В. Н. Гавва, Є. А. Божко. – К. : ЦНЛ, 2004. – 224 с.

31. Галасюк В. Теорема G1 (Новий підхід до оцінки бізнесу, обґрунтований концепцією CCF) / В. Галасюк // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 9-10. – С. 79-90.

32. Галасюк В. В. Удосконалення механізму визначення вартості майна підприємств, що ліквідуються : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Галасюк Віктор Валерійович. – Дніпропетровськ, 2005. – 21 с.

33. Гершун А. Технологии сбалансированного управления / А. Гершун, М. Горский. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2006. – 416 с.

34. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. ; пер. с англ. – М. : Дело, 1997. – 1008 с.
35. Глинська Г. Я. Оцінка вартості підприємства при злитті / Г. Я. Глинська // Вісник національного університету «Львівська політехніка». – 2007. – № 606. – 2008. – С. 141-146.
36. Глущевський В. В. Комплексна методика прийняття рішень щодо розміщення фінансових коштів на фондовому ринку України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / Глущевський В'ячеслав Валентинович. – К., 2002. – 22 с.
37. Глущенко С. В. Становлення та розвиток вторинного ринку корпоративних цінних паперів в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Глущенко Світлана Василівна. – К., 2001. – 18 с.
38. Голєв М. К. Організаційно-економічний механізм забезпечення ефективного функціонування підприємств на фондовому ринку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація та управління підприємствами» / Голєв Микола Кузьмич. – Тернопіль, 2003. – 19 с.
39. Гольцберг М. Знову про вартість бізнесу / М. Гольцберг, Л. Хасан-Бек // Податкове планування. – № 1 (51). – 2005. – С. 50-56.
40. Господарський Кодекс України від 16.01.2003 р. № 436-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15>.
41. Гребеникова Е. В. Концептуальный подход к оценке стоимости предприятия с учетом его конкурентной позиции / Е. В. Гребеникова // Економіка, фінанси і право. – 2008. – № 6. – С. 25-28.
42. Грэгори А. Стратегическая оценка компаний / А. Грэгори. – М. : «Квинто-Консалтинг», 2003. – 200 с.

43. Давиденко А. О. Необхідність інформаційного забезпечення оцінки вартості банку / А. О. Давиденко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : зб. тез доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (21-22 травня 2009 р.) / ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С. 84-86.

44. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран. ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.

45. Данилюк Р. Л. Стан та перспективи розвитку ринку IPO в Україні / Р. Л. Данилюк // Розвиток наукової думки-2008 : зб. матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 жовтня 2008 р.). – Миколаїв : НУК, 2008. – С. 86-89.

46. Демчак Р. Тенденції розвитку європейських фондових ринків та їх урахування при розробці державної політики України / Р. Демчак // Збірник наукових праць Української академії державного управління при Президенті України. – 2005. – № 1. – С. 150-155.

47. Демчак Р. Ціноутворення на фондових ринках країн з трансформаційною економікою / Р. Демчак // Збірник праць Української академії державного управління при Президенті України. – 2005. – № 2. – С. 174-179.

48. Долінський Л. Б. Теоретичне підґрунтя інвестиційної оцінки цінних паперів в Україні / Л. Б. Долінський // Фінанси України. – 2008. – № 5. – С. 87-95.

49. Драпіко К. О. Узагальнення теоретичних підходів до визначення поняття «ринкова вартість підприємства» / К. О. Драпіко // Управління розвитком. – 2009. – № 15. – С. 85-87.

50. Дубовик А. А. Индикаторы рынка ценных бумаг как инструменты оценки бизнеса / А. А. Дубовик // Бизнес-Информ. – 2009. – № 8. – С. 118-123.

51. Дубовик А. А. Обеспечение роста стоимости бизнеса на основе индикаторов рынка ценных бумаг / А. А. Дубовик // Інформаційний листок Харківського центру науково-технічної та економічної інформації. – 2007. – № 32. – 4 с.

52. Дубовик А. А. Оценка бизнеса как инструмент управления инвестиционной привлекательностью предприятия / А. А. Дубовик // Бизнес-Информ. – 2006. – № 11. – С. 9-13.

53. Дубовик А. О. Вибір компаній-аналогів на основі ринкових характеристик цінних паперів в оцінці бізнесу методами порівняльного підходу / А. О. Дубовик // Розвиток наукової думки-2008 : зб. тез доповідей за матеріалами Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 жовтня 2008 р.). Том 5. – Миколаїв, 2008. – С. 103-105.

54. Дубовик А. О. Визначення вартості бізнесу промислових підприємств на основі індикаторів ринку цінних паперів для забезпечення їх конкурентоспроможності / А. О. Дубовик // Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки : зб. тез доповідей за матеріалами Другої міжнародної науково-практичної конференції (30 травня – 1 червня 2008 р.) / Кримський інститут бізнесу – Сімферополь, 2008. – С. 122-125.

55. Дубовик А. О. Визначення ключового цінового мультиплікатора для оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів / А. О. Дубовик // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2009. – № 12. – С. 150-156.

56. Дубовик А. О. Визначення ринкової вартості акцій для запобігання злочинних операцій на фондовому ринку / А. О. Дубовик // Сучасні проблеми фінансового моніторингу : зб. тез доповідей за матеріалами Першої Всеукраїнської науково-практичної конференції (3 грудня 2008 р.) / Харківський національний економічний університет. – Харків, 2008. – С. 70-71.

57. Дубовик А. О. Використання індикаторів ринку цінних паперів в оцінці бізнесу / А. О. Дубовик // Економіка розвитку. – 2008. – № 2 (46). – С. 21-23.
58. Дубовик А. О. Використання ринкових мультиплікаторів до оцінки вартості підприємств в умовах функціонування ринку цінних паперів України / А. О. Дубовик // Управління розвитком. – 2009. – № 15. – С. 55-56.
59. Дубовик А. О. Галузевий критерій відбору компаній-аналогів в оцінці бізнесу методами порівняльного підходу / А. О. Дубовик // Становлення сучасної науки – 2008 : зб. тез доповідей за матеріалами Четвертої Міжнародної науково-практичної конференції (27 вересня – 5 жовтня 2008 р.). Том 1. – Прага : Видавничий дім «Освіта і наука», 2008. – С. 36-39.
60. Дубовик А. О. Застосування індикаторів ринку цінних паперів для розробки методики експрес-оцінки бізнесу / Дубовик А. О. – Х. : ХНЕУ, 2009. – 20 с. (Препринт / ХНЕУ).
61. Дубовик А. О. Кластерний аналіз емітентів цінних паперів за характеристиками їх ринкових мультиплікаторів / А. О. Дубовик // Управління розвитком. – 2009. – № 13. – С. 33-34.
62. Дубовик А. О. Критерії відбору об'єктів-аналогів в оцінці бізнесу методами порівняльного підходу / А. О. Дубовик // Управління розвитком. – 2008. – № 17. – С. 59-62.
63. Дубовик А. О. Методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора / А. О. Дубовик // Економіка розвитку. – 2009. – № 4 (52). – С. 22-24.
64. Дубовик А. О. Оцінка бізнесу в умовах виконання стандартів СОТ із захисту прав інвесторів / А. О. Дубовик // Управління фінансами в умовах вступу до СОТ : зб. тез доповідей за матеріалами Всеукраїнської науково-практичної конференції (15 жовтня 2009 р.) / Харківський національний економічний університет. – Харків, 2009. – С. 59-61.

65. Дубовик А. О. Оцінка бізнесу в управлінні його інвестиційною привабливістю / А. О. Дубовик // Україна на шляху інтеграції у світовий фінансовий простір : зб. тез доповідей за матеріалами Всеукраїнської міжвузівської наукової студентської конференції (11-13 березня 2007 р.) / Київський національний економічний університет. – Київ, 2007. – С. 112-114.
66. Дубовик А. О. Ринок цінних паперів у контексті світових тенденцій / А. О. Дубовик // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2008. – № 32 (286). – С. 16-21.
67. Дубовик А. О. Управління корпоративними правами на базі цінових мультиплікаторів вартості бізнесу / А. О. Дубовик // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : зб. тез доповідей за матеріалами Науково-практичної конференції (28-29 травня 2009 р.) / Тернопільський національний економічний університет. – Тернопіль, 2009. – С. 184-186.
68. Дубовик А. О. Формування та управління портфелем цінних паперів з використанням інструментів оцінки бізнесу / А. О. Дубовик // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць : у 9 т. Т. IV., 2009. – С. 933-941.
69. Десмонд Г. М. Руководство по оценке бизнеса / Г. М. Десмонд, Р. Э. Келли. – М. : 1995. – 520 с.
70. Егерев И. А. Стоимость бизнеса: искусство управления : учебное пособие / И. А. Егерев. – М. : Дело, 2003. – 480 с.
71. Емельянов А. М. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний / А. М. Емельянов, Е. А. Шакина // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2008. – № 4(8). – С. 81-89.
72. Есипов В. Е. Оценка бизнеса / Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. [2-е изд.]. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.
73. Єременко О. Інвестиційна оцінка вартості банку / О. Єременко // Фінансовий ринок України. – 2007. – № 3 (41). – С. 3-9.

74. Жданова О. И. Кластерная стратегия управления промышленными предприятиями как фактор повышения конкурентоспособности : автореф. дис. на стиск. ученой степени канд. экон. наук : спец. 05.00.05 „Экономика и управление народным хозяйством” / Жданова Олеся Игоревна. – М., 2008. — 29 с.

75. Жора Д. В. Информационный анализ результатов финансового прогнозирования с использованием классификатора со случайными подпространствами / Д. В. Жора, А. М. Резник, А. Е. Дорошенко // Математичні машини і системи. – 2005. – № 1. – С. 39-59.

76. Заверский С. Рекомендации аналитиков на рынке корпоративных облигаций / С. Заверский // Рынок ценных бумаг – 2006. – № 3 (306). – С. 32-35.

77. Закс Л. Статистическое оценивание / Закс Л. ; пер. с нем. В. Н. Варыгна ; под ред. Ю. П. Адлера, В. Г. Горского – М. : «Статистика», 1976. – 598 с.

78. Зенченко Є. О. Оцінка ринкової вартості компанії як основа прийняття інвестиційних рішень : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Зенченко Євгеній Олександрович. – Харків, 2000. – 20 с.

79. Зінченко Н. І. Побудова інформаційної моделі визначення проблем кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів / Н. І. Зінченко // Економіка розвитку. – 2007. – № 2. – С. 60-62.

80. Значение стоимостных показателей структуры собственного капитала в процессе управления корпоративными финансами // Государственный информационный бюллетень о приватизации. – 2004. – № 11. – С. 37-42.

81. Івчик М. В. Капіталізація банківської системи як інструмент забезпечення конкурентоспроможності банківських установ / М. В. Івчик // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали науково-практичної конференції (28-29 травня 2009 р.) /

Тернопільський національний економічний університет. – Т. : ТНЕУ, 2009. – С. 354-356.

82. Інформаційно-аналітичні матеріали про підсумки роботи Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку та розвиток фондового ринку за 9 місяців 2007 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua/10/19>.

83. Інформація офіційного сайту Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.

84. Інформація офіційного сайту Першої фондової торгівельної системи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com>.

85. Інформація про стан ринку цінних паперів (щоденні котирування акцій) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kinto.com>.

86. Інформація про таргет-ціни та рекомендації інвестиційних компаній України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://investory.com.ua/products_services.

87. Інформація сайту А. Дамодарана [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.damodaran.com>.

88. Іонін Д. Є. Механізм управління вартістю страхових компаній : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Іонін Дмитро Євгенович. – Донецьк, 2008. – 20 с.

89. Кизим М. О. Оцінка обґрунтованої ринкової вартості бізнесу господарюючого суб'єкту / М. О. Кизим, І. Г. Курочкіна // Економіка розвитку. – 2007. – № 2 (42). – С.54 –57.

90. Кислов Д. В. Как продать или купить бизнес / Кислов Д. В. – М. : Бератор-Пресс, 2008. – 142 с.

91. Кияница А. С. Фундаментальный анализ финансовых рынков / А. С. Кияница – СПб. : Питер, 2005. – 2008 с.

92. Клевцова А. А. Шкалы измерения [Електронний ресурс] / А. А. Клевцова. – Режим доступу: <http://www.statanalyse.org/articles/15-shkaly>.

93. Климчук С. В. Підходи до оцінки економічної вартості підприємств України / С. В. Климчук // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 105-111.
94. Кобзиста О. О. Формування та розвиток акціонерного капіталу в умовах трансформаційних змін : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / Кобзиста Олена Олександрівна. – К., 2005. – 17 с.
95. Ковалев В. В. Становление неоклассической теории финансов / В. В. Ковалев // Вестник Санкт-Петербургского университета. – 2005. – № 8. – С. 3-25.
96. Козырь Ю. В. Стоимость компании. оценка и управленческие решения / Ю. В. Козырь – М. : Альфа-Пресс, 2004. – 200 с.
97. Колби Р. В. Энциклопедия технических индикаторов рынка / Р. В. Колби, Т. А. Мэйерс. ; пер. с англ. – М. : Издательский Дом «АЛЬПИНА», 2000. – 581 с.
98. Колос І. В. Вартісно-орієнтоване управління підприємством (на прикладі підприємств легкої промисловості) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами» / Колос Ірина Василівна. – К., 2007. – 25 с.
99. Колос І. В. Інструментарій вартісно-орієнтованого управління підприємствами / І. В. Колос // Економіка та менеджмент : збірник наукових праць. ; випуск 3 (10), частина 3. – Луцьк, 2006. – С. 128-137.
100. Колос І. В. Обґрунтування ключових чинників вартості підприємства / І. В. Колос // Економіка та держава. 2006. – №11. – С. 30-32.
101. Комазов П. В. Моделювання вартості підприємства в ринкових умовах / П. В. Комазов // Управління розвитком. – 2008. – № 14. – С. 107-108.
102. Коробков Д. В. Трендовий аналіз та індексне моделювання інвестиційної привабливості цінних паперів / Д. В. Коробков // Фінанси України. – 2004. – № 11. – С. 110-117.

103. Коршикова Р. С. Методи оцінки активів, зобов'язань і капіталу підприємств в умовах цінових змін (на прикладі підприємництва України) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.04 «Бухгалтерський облік, аналіз та аудит» / Коршикова Рената Сергіївна. – К., 2003. – 19 с.
104. Костирко Л. Методологічні основи визначення параметрів управління вартістю підприємства / Л. Костирко // Економіст. – 2007. – № 8. – С. 20-22.
105. Костюк О. М. Міжнародні інвестиції та корпоративне управління в Україні: політика подвійних стандартів / О. М. Костюк, О. В. Костюк // Вісник Української академії банківської справи (укр.). – 2006. – № 2. – С.14-20.
106. Коттл С. Анализ ценных бумаг Грэхэма и Додда / С. Коттл, Р. Ф. Мюррэй , Ф. Е. Блок. ; пер. с англ. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 704 с.
107. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Коупленд Т., Коллер Т., Мури Дж. ; пер. с англ. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
108. Кручок С. Грошова оцінка підприємства як цілісного майнового комплексу на основі бухгалтерського балансу / С. Кручок // Економіка, фінанси, право. – 2001. – № 6. – С. 28-30.
109. Кузнецов М. Стратегія продажу та методи оцінки вартості бізнесу / М. Кузнецов // Фінансовий ринок України. – 2007. – № 8. – С. 32-34.
110. Курков М. С. Засоби фінансового моделювання та підтримки прийняття рішень на фондовому ринку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / Курков Максим Семенович. – К., 2001. — 21 с.
111. Куркотова Н. Ю. Разработка организационно-экономических методов и моделей управления стоимостью инновационного предприятия : автореф. дис. на стиск. научн. степени канд. екон. наук : спец. 08.00.05

«Экономика и управление народным хозяйством» / Куркотова Наталия Юрьевна. – Москва, 2007. – 19 с.

112. Курочкина И. Г. Моделирование объективной рыночной стоимости бизнеса металлургических и коксохимических предприятий / И. Г. Курочкина // Бизнес-информ. – 2007. – № 8. – С. 139 – 147.

113. Курочкина І. Г. Дослідження сутності поняття «оцінка вартості бізнесу господарюючого суб'єкту» / І. Г. Курочкина // Культура народів Причорномор'я. – 2007. – № 102. – С. 78 – 81.

114. Курочкина І. Г. Оцінка вартості бізнесу суб'єктів господарювання (на прикладі металургійних та коксохімічних підприємств) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та упр. підпр. (за видами екон. діяльності)» / Курочкина Ірина Геннадіївна. – Харків, 2007. – 23 с.

115. Кухта П. В. Методичне забезпечення оцінювання вартості капіталу та оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства / П. В. Кухта // Регіональні перспективи. – 2003. – № 7-8. – С. 48-52.

116. Лисенков Ю. М. Ринок цінних паперів: Основні поняття і терміни / Ю. М. Лисенков, Н. Б. Фетюхіна. – К. : Київський інститут банкірів банку «Україна», 2002. – 346 с.

117. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн центральної Європи : монографія / Єпіфанов А. О. Козьменко С. М., Макаренко М. І. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 109 с.

118. Ліщинський О. Л. Економетрія : навч. посібн. для студ. вищ. навч. закл. / Ліщинський О. Л., Рязанцева В. В., Юнькова О. О. – К. : МАУП, 2003. – 208 с.

119. Ловінська Л. Г. Оцінка в бухгалтерському обліку : монографія / Л. Г. Ловінська. – К. : КНЕУ, 2006. – 256 с.

120. Ловінська Л. Г. Оцінка в сучасній системі бухгалтерського обліку підприємств України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон.

наук : спец. 08.00.09 «Бухгалтерський облік, аналіз та аудит (підпр. промислові)» / Ловінська Людмила Геннадіївна. – К., 2007. – 35 с.

121. Ловінська Л. Г. Сутність оцінки в системі бухгалтерського обліку / Л. Г. Ловінська // Фінанси України, № 5. – 2006. – С. 108 – 116.

122. Лукашов А. В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (IPO) / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 4. – С. 21-41.

123. Макаре В. Как продать предприятие / В. Макаре // Глав бух. – 2006. – № 14 (397). – С. 19-23.

124. Маліч Л. А. Економіко-математичне моделювання та прогноз характеристик цінних паперів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / Маліч Людмила Анатоліївна. – Донецьк, 2000. – 17 с.

125. Малюга Н. М. Оцінка в бухгалтерському обліку: теорія, практика, перспективи (на прикладі підприємств Житомирської області) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.04 «Бухгалтерський облік, аналіз та аудит» / Малюга Наталія Михайлівна. – К., 1999. – 20 с.

126. Малявська М. А. Управління ринковою вартістю підприємства для підвищення його конкурентоспроможності / М. А. Малявська // Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки : матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (30 травня – 1 червня 2008 р.). – Сімферополь : Видавничий центр Кримського інституту бізнесу, 2008. – С. 85-87.

127. Маляревський В. Ю. Особливості застосування порівняльного підходу до оцінки вартості підприємства / В. Ю. Маляревський // Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки : матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (30 травня – 1 червня 2008 р.). – Сімферополь : Видавничий центр Кримського інституту бізнесу, 2008. – С. 109-112.

128. Марахов К. С. Ринок корпоративних цінних паперів в Україні: стан та перспективи розвитку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Марахов Костянтин Сергійович. – Київ, 2003. – 25 с.

129. Маршал В. А. Оценка эффективности бизнеса / В. А. Маршал. ; Ппр. с англ. А.О. Корсунский. – М. : ООО «Вершина», 2004. – 272 с.

130. Материали семинара «Оценка бизнеса». Академия бизнеса «Эрнст энд Янг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.4tivo.com/business_finance/19593-materialy-seminara-ocenka-biznesa.html.

131. Мендрул О. Г. Вартість підприємств: порівняльна оцінка / О. Г. Мендрул // Стратегія економічного розвитку України : наук. зб. – Вип. 5. – К. : КНЕУ, 2001. – С. 253-260.

132. Мендрул О. Г. Методологічні особливості оцінки вартості підприємств в умовах економічної трансформації / О. Г. Мендрул // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2002. – № 9. – С. 56-59.

133. Мендрул О. Г. Роль фондового ринку у формуванні вартості підприємств / О. Г. Мендрул // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 5-6. – С. 27-31.

134. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств: теоретичні та практичні аспекти : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Мендрул Олександр Гаррійович. – К., 2003. – 29 с.

135. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства : монографія / О. Г. Мендрул. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.

136. Методичні рекомендації щодо підготовки аудиторського висновку при перевірці відкритих акціонерних товариств та підприємств – емітентів облігацій (крім комерційних банків) : Лист Аудиторської палати

України від 23.02.2001 р. № 99 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pro-u4ot.info/index.php?section=browse&CatID=156&ArtID=423>.

137. Методы статистики в социологическом исследовании [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rus-lib.ru/book/27/23/026-450.html>.

138. Минасов О. Ю. Формирование рыночной стоимости акций российских предприятий : дис. на стиск. научн. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Минасов Олег Юрьевич. – Москва, 2002. – 196 с.

139. Міжнародні стандарти оцінки / 8-ме видання ; пер. з англ. С.О. Пузенко. – К. : «АртЕк», 2008. – 432 с.

140. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер. ; пер. с англ. – 2-е изд. – М. : Дело, 2001. – 272 с.

141. Наревич М. Я. Залучення інвестицій в економіку України та розвиток методів ринкової оцінки підприємства: методологія, методика та організація : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Наревич Микола Ярославович. – Тернопіль, 1998. – 18 с.

142. Недосекин А. О. Разработка нечеткой квалиметрической модели для сопоставительного стоимостного анализа объектов [Електронний ресурс] / А. О. Недосекин, Д. Д. Кузнецов. – Режим доступу: <http://www.sedok.narod.ru>.

143. Недосекин А. О. Нечеткий фінансовий менеджмент [Електронний ресурс] / А. О. Недосекин. – Режим доступу: <http://www.sedok.narod.ru>.

144. Недосекин А. О. Нечетко-множественный анализ риска фондовых инвестиций [Електронний ресурс] / А. О. Недосекин. – Режим доступу: <http://www.sedok.narod.ru>.

145. Олейко В. М. Методи та моделі вартісної оцінки інтелектуального капіталу суб'єктів господарювання : автореф. дис. на

здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / Олейко Віра Миколаївна. – К., 2002. – 22 с.

146. Олексіч Д. В. Методичні засади оцінки вартості банківського бізнесу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Олексіч Дмитро Володимирович. – Суми, 2008. – 21 с.

147. Ольве Нильс-Горан Оценка эффективности деятельности компании. Практическое руководство по использованию сбалансированной системы показателей / Ольве Нильс-Горан, Рой Жан, Веттер Магнус ; пер. с англ. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2004. – 304 с.

148. Орлов А. И. Теория принятия решений : учебное пособие / А. И. Орлов. – М. : Издательство «Март», 2004. – 346 с.

149. Оскольський В. Удосконалення корпоративного управління як засіб залучення інвестицій за допомогою механізмів фондового ринку / В. Оскольський // Економіка України. – 2006. – № 8. – С. 4-9.

150. Островська Г. Й. Управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та упр. підпр. (за видами екон. діяльності)» / Островська Галина Йосипівна. – Тернопіль, 2007. – 23 с.

151. Оценка имущества и имущественных прав в Украине : монография / [Лебедь Н., Мендрул А., Карцев В. и др.] ; под ред. Н. Лебедь. – К. : ООО «Информационно-издательская фирма «Принт-Экспресс», 2002. – 688 с.

152. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) : учебное пособие / под ред. Н. А. Абдуллаева, Н. А. Колайко. – М. : ЭКМОС, 2000. – 352 с.

153. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров [и др.] – М. : Интерреклама, 2003. – 544 с.

154. Панков В. А. Управління вартістю наукоємкого машинобудівного підприємства : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец.

08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Панков Віктор Андрійович. – Донецьк, 2004. – 31 с.

155. Пантелєєв В. П. Фінансові операції з цінними паперами: здійснення та облік : монографія / В. П. Пантелєєв. – Х. : ХНУ імені В.Н. Каразіна, 2010. – 334 с.

156. Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка / Э. Петерс ; пер. с англ. – М. : Мир, 2000. – 334 с.

157. Плюта В. Сравнительный многомерный анализ в экономических исследованиях / В. Плюта. – М. : Статистика, 1980. – 150 с.

158. Посібник з оцінки бізнесу в Україні / за ред. Я. І. Маркуса. – К. : Міленіум, 2002. – 320 с.

159. Предко Я. Грошова оцінка акцій: ринкова вартість і ціна / Я. Предко // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2001. – № 14. – С. 57-61.

160. Притула Н. І. Кредитно-рейтингова оцінка як інструмент ринку цінних паперів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Притула Наталія Іванівна. – Суми, 2008. – 23 с.

161. Притула Н. І. Розроблення способу шкального виміру оцінки фінансового стану підприємств-емітентів / Н. І. Притула // Економіка розвитку. – 2007. – № 3. – С. 87-89.

162. Про акціонерні товариства : закон України від 17.09.2008 р. № 514-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>.

163. Про затвердження Критеріїв ефективності управління корпоративними правами держави : наказ Фонду державного майна України від 07.05.2009 р. № 694 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.spfu.gov.ua/ukr/doc_view.php?id=1291&id_doc_type=4&sort_id=0&ext=ефектив&page=1.

164. Про затвердження Методики аналізу фінансово-господарської діяльності підприємств державного сектору економіки : наказ Міністерства фінансів України від 14.02.2006 р. № 170 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0332-06>.

165. Про затвердження Методики інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій : наказ Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій від 23.02.1998 р. № 22 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0214-98>.

166. Про затвердження методики оцінки майна : постанова Кабінету Міністрів України від 10.12.2003 р. № 1891 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1891-2003-%EF>.

167. Про затвердження Методики проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій : наказ Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій від 27.06.1997 р. №81 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0288-97>.

168. Про затвердження Методики формування небанківськими фінансовими установами резерву для покриття ризиків неповернення основного боргу за кредитами, гарантіями, поруками, придбаними цінними паперами, іншими видами заборгованості, визнаними нестандартними : розпорядження Державної Комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 04.06.2004 р. № 912 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0782-04>.

169. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства : наказ Міністерства економіки України від 19.01.2006 р. № 14 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1022.3220.0&nobreak=1>.

170. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» : постанова Кабінету Міністрів України від 10.09.2004 р. № 1440 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF>.

171. Про затвердження Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» : постанова Кабінету Міністрів України від 28.12.2006 р. № 3597 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1655-2006-%EF>.

172. Про затвердження плану заходів з реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006-2010 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 07.03.2006 р. № 131-р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=131-2006-%F0>.

173. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 7 «Основні засоби» : наказ Міністерства фінансів України від 27.04.2000 р. № 92 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0288-00>.

174. Про затвердження Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації : наказ Міністерства фінансів України та Фонду державного майна України від 26.01.2001 р. № 49/121 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z012101&p=1243852778523225>.

175. Про затвердження Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків : постанова Правління Національного банку України від 06.07.2000 р. № 279 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0474-00&p=1243852778523225>.

176. Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів : рішення ДКЦПФР від 19.12.2006 р. № 1591 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/law/show.php?textid=132>.

177. Про Методичні рекомендації щодо проведення аналізу фінансового стану підприємства-боржника при отриманні відстрочок (розстрочок) : лист Державної податкової адміністрації України від 15.06.1998 р. N 7141/10/20-0017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pro-u4ot.info/index.php?section=browse&CatID=156&ArtID=424>.

178. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні : закон України від 09.09.2004 р. № 1992-IV (із змінами) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2658-14>.

179. Про соціально-економічне становище України за січень-серпень 2009 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

180. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні : розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.11.2007 р. № 976-р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0>.

181. Про схвалення Стратегії застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні : розпорядження Кабінету Міністрів України від 24.10.2007 р. № 911-р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=911-2007-%F0>.

182. Про цінні папери та фондовий ринок : закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.

183. Прокопович С. В. Прогнозирование комплексного показателя оценки факторов формирования инвестиционной стоимости предприятия / С. В. Прокопович // Бізнес-Інформ. – 2008. – № 12 (3) 2007. – С. 54-56.

184. Проноза П. В. Різні підходи до визначення ринкової вартості підприємства / П. В. Проноза, В. В. Кузнецов // Економіка розвитку. – 2003. – № 1 (25). – С. 51-53.

185. Рамперсад Х. К. Универсальная система показателей для оценки личной и корпоративной эффективности. Сорок вопросов для размышления с примерами разных вариантов действий / Х. К. Рамперсад, К. Туоминен. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 148 с.

186. Реинжиниринг бизнес-процессов / Н. М. Абдикеев, Т. П. Данько, С. В. Ильдеменов, А. Д. Киселев [и др.]. – М. : Эксмо, 2005. – 592 с.

187. Рейли Р. Оценка нематериальных активов / Р. Рейли, Р. Швайс. – М. : «Квинто-Консалтинг», 2005. – 456 с.

188. Рейтинг інвестиційної привабливості регіонів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kontrakty.ua/content/view/4617/39>.

189. Рекуненко І. І. Розвиток вторинного ринку цінних паперів України : автореф. дис. на здобуття наук ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Рекуненко Ігор Іванович. – Суми, 2003. – 23 с.

190. Річна звітність емітентів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua>.

191. Річна звітність емітентів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.stockmarket.gov.ua>.

192. Романова В. С. Використання системи індикаторів фондового ринку для прийняття інвестиційних рішень / В. С. Романова // Проблемы инвестиционного менеджмента в Украине : прил. №2 (7) // Персонал. – 2000. – № 1 (55). – С.166-172.

193. Романова В. С. Система індикаторів фондового ринку України та напрямки її удосконалення : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.02 «Підприємництво, менеджмент та маркетинг» / Романова Валерія Сергіївна. – К., 2000. – 17 с.

194. Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків : навч. посібник / О. Ю. Ромашко. – К. : КНЕУ, 2000. – 240 с.
195. Руководство по оценке бизнеса / Дж. Фішмен, Ш. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон ; пер. с англ. Л. И. Лопатников. – М. : ЗАО «Квинто-консалтинг», 2000. – 388 с.
196. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие / В. М. Рутгайзер. – М. : Маросейка, 2007. – 448 с.
197. Рынок ценных бумаг : учебник / 2-е изд., перераб. и доп. ; пер. с англ. В. А. Галанов, А. И. Басов. – М. : Финансы и статистика, 2006. – 448 с.
198. Саати Т. Принятие решений. Метод анализа иерархий / Т.Саати ; пер. с англ. Р. Г. Вачнадзе. – М. : Радио и связь, 2004. – 278 с.
199. Сайт бібліотеки з оцінки бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.BVLibrary.com>.
200. Салов С. П. Методы оценки стоимости страховой компании / С. П. Салов // Страховое дело. – 2006. – № 7. – С. 2-7.
201. Самохвалов В. Фінансові чинники вартості компанії / В. Самохвалов // Фінансовий ринок України. – 2007. – № 10. – С. 16-20.
202. Сенов А. Факторы стоимости: что является основополагающими показателями стоимости продаваемого бизнеса / А. Сенов // Финансовая консультация. – 2004. – № 22. – С. 24-26.
203. Сивец С. Кто производит экспертную оценку имущества и как выбрать оценочную фирму [Електронний ресурс] / С. Романов, Л. Баширова. – Режим доступу: <http://www.binfo.zp.ua/articles/03.shtml>.
204. Сизоненко В. О. Економетричний аналіз впливу чинників макроекономічного середовища на формування акціонерного капіталу / В. О. Сизоненко, О. О. Кобзиста // Банківська справа. – 2004. – № 1. – С. 17-22.
205. Симонова Н. Е. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учеб. пособие / Н. Е. Симонова, Р. Ю. Симонов. – М. : МарТ, 2004. – 463 с.

206. Скоринг акцій технологического сектора США (2003 год) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http:// www.sedok.narod.ru](http://www.sedok.narod.ru).
207. Скотт М. Факторы стоимости. Руководство для менеджеров / М. Скотт ; пер. с англ. – М. : ЗАО Олимп-Бизнес, 2000. – 432 с.
208. Слипачук А. Сколько стоит бизнес. Учимся правильно проводить экспресс-оценку предприятия / А. Слипачук // Бизнес-консультант. – 2007. – № 1 (45). – С. 70-73.
209. Словник економічних термінів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://slovnuk.com.ua/terminu/slovo.php?id=1990>.
210. Словник економічних, банківських та фінансових термінів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.glossary.org.ua/article-print/indykator/index.html>.
211. Сміт Роберт Л. Проект розвитку ринків капіталу. Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації / Роберт Л. Сміт. – USAID From the American people, 2008. – 33 с.
212. Смоляк В. А. Оценка риска деятельности промышленных предприятий Харьковского региона / В. А. Смоляк. – Х. : ХГЭУ, 2004. – 20 с. (Препринт / МОН Украины, ХГЭУ).
213. Сохацька О. М. Біржова справа / О. М. Сохацька. – К. : Кондор, 2008. – 636 с.
214. Социологический словарь [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.slovarus.ru/?di=219534&PHPSESSID=aqb661be1pdhv9bo3bc00p2rd0>.
215. Степнов М. Н. Статистические методы обработки результатов механических испытаний : справочник / М. Н. Степнов. – М. : Машиностроение, 1985. – 232 с.
216. Стеценко Б. С. Акціонерні товариства на ринку капіталів України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Стеценко Богдан Станіславович. – К., 2007. – 20 с.

217. Стирський М. В. Аналіз короткострокових факторів курсоутворення на ринку акцій України / М. В. Стирський // Фінанси України. – 2006. – № 11. – С. 58-67.

218. Стратегія розвитку фінансових інструментів в Україні до 2020 року : проект Розпорядження Кабінету Міністрів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.in.gov.ua/index.php?get=news&id=1651>.

219. Стратегія розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року : проект Розпорядження Кабінету Міністрів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=543&pub=3852.

220. Стрельбіцька Н. Є. Вплив інтегрованої системи управління ризиками на вартість компанії / Н. Є. Стрельбіцька // Становлення сучасної науки – 2008 : матеріали IV Міжнародної науково-практичної конференції (27 вересня – 5 жовтня 2008 р.). Том 1 – Прага : Видавничий дім «Освіта і наука», 2008. – С. 80-83.

221. Суппес П. Основы теории измерений / П. Суппес, Дж. Зинес // Психологические измерения – М. : Мир, 1967. – С. 9-110.

222. Сычева Г. И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Сычева Г. И., Колбачев Е. Б., Сычев В. А. – Ростов-на-Дону : «Феникс», 2003. – 384 с.

223. Теліженко О. М. Розвиток фінансового ринку в контексті формування фінансової безпеки країни / О. М. Теліженко // Вісник Української академії банківської справи. – 2008. – № 1 (124). – С. 28-32.

224. Терещенко О. О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту / О. О. Терещенко, М. В. Стецько // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 91-99.

225. Тертична Н. В. Комплексна оцінка вартості підприємства : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Тертична Наталія Володимирівна. – Луганськ, 2006. – 19 с.

226. Тертычная Н. В. Методы оценки рыночной стоимости предприятия / Н. В. Тертычная // Вісник Східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля. – 2001. – № 12 (46). – С. 195-199.

227. Тертычная Н. В. Оценка собственного капитала предприятия как объекта купли-продажи / Н. В. Тертычная // Глобалізація економіки: нові можливості чи загроза людству? : матеріали Міжнародної конференції / ДонДУЕТ ім. М. Туган-Барановського. – Донецьк, 2001. – С. 249-252.

228. Толковый словарь [Электронный ресурс] / сост. С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. – Режим доступа: http://www.jobtoday.com.ua/slovar/slovo_i.php?pg=16&cb=2&keyw=&jcode=&alf2=.

229. Толстова Ю. Н. Измерение в социологии : курс лекцій / Ю. Н. Толстовка. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 224 с.

230. Третьяков О. С. Маркетингові дослідження ринку цінних паперів України : автореф. дис. на здобуття наук ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.02 «Підприємництво, менеджмент та маркетинг» / Третьяков Олександр Сергійович. – Київ, 2000 — 15 с.

231. Тьюлз Р. Фондовый рынок / Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. ; пер. с англ. – [6-е изд.]. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 648 с.

232. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш. ; пер. с англ. – [2-е изд.]. – М. : Дело, 2001. – 360 с.

233. Управление инвестициями : в 2-х т. / В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро [и др.]. – М. : Высшая школа, 1998. – 416 с.

234. Управленческий учет / Энтони А. Аткинсон, Раджив Д. Банкер, Роберт С. Каплан, Марк С. Янг ; пер. с англ. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2007. – 880 с.

235. Управління розвитком ринків фінансових послуг : монографія / [Андрійченко Ж. О., Ачкасова С. А., Бажанов О. Є. та ін.] ; під ред. Н. М. Внукової. – Харків : АДВА™, 2009. – С. 155-175.

236. Урбан Н. М. Оцінка активів підприємства в обліку / Н. М. Урбан. – Тернопіль : Астон, 2002. – 146 с.
237. Уэст Т. Л. Пособие по оценке бизнеса / Т. Л. Уэст, Д. Д. Джонс. – М. : «Квинто-Консалтинг», 2003. – 764 с.
238. Характеристика статистичних методів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.statsoft.ru/home/portal/glossary/glossarytwo/M%5CmultipleR.htm>.
239. Хаустова В. Є. Корпорації та інтегровані структури: проблеми науки та практики : монографія / Хаустова В. Є., Курочкіна І. Г., Дуленко А. Л. – Х. : ВД «ИНЖЕК», 2007. – 426 с.
240. Хаустова В. Е. Налогообложение: проблемы науки и практики : монографія / В. Е. Хаустова, И. Г. Курочкина. – Х. : ИД «ИНЖЭК», 2006. – 342 с.
241. Хегстром Роберт Дж. Инвестирование. Последнее свободное искусство / Роберт Дж. Хегстром ; пер. с англ. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 288 с.
242. Хмеленко О. В. Організація управління формуванням портфеля цінних паперів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Хмеленко Олександр Володимирович. – Харків, 2003. — 22 с.
243. Холодна Ю. Є. Використання технічних індикаторів для прогнозування курсу цінних паперів вітчизняних підприємств / Ю. Є. Холодна, І. В. Пенчева // Економіка розвитку. – 2006. – № 3 (39). – С.52-56.
244. Хорнгрен Ч. Управленческий учет / Хорнгрен Ч., Фостер Дж., Датар Ш. ; пер. с англ. – [изд. 10-е]. – СПб. : Питер, 2005. – 1008 с.
245. Хэндриксэн Э. С. Теория бухгалтерского учета / Э. С. Хэндриксэн, М. Ф. Ван Брэда ; пер. с англ. ; под ред. проф. Я. В. Соколова. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 576 с.

246. Царев В. В. Оценка стоимости бизнеса / В. В. Царев, А. А. Кантарович. – М. : Юнити-Дана, 2007. – 576 с.
247. Черкашина К. В. Методика визначення рівня капіталізації банківської установи / К. В. Черкашина // Економіка розвитку. – 2008. – № 2(46). – С. 15-18.
248. Черничинець С. П. Управління портфелем цінних паперів підприємства : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Черничинець Світлана Петрівна. – Тернопіль, 2005. – 19 с.
249. Чиркин А. Н. Оценка бизнеса. Вопросы теории / А. Н. Чиркин. – К. : Милениум, 2002. – 85 с.
250. Чиркова Е. В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг / Е. В. Чиркова. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.
251. Чому прогнозам українських інвестаналітиків довіряти не можна, але доводиться [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kontrakty.com.ua/show/ukr/article/45/4320079555.html>.
252. Шанченко Н. И. Эконометрика : лабораторный практикум / Н. И. Шанченко. – Ульяновск : УлГТУ, 2004. – 79 с.
253. Шапран Н. Вплив макроекономічних факторів на формування ринкової вартості акцій українських емітентів / Н. Шапран // Економіст. – 2004. – № 19. – С. 21-24.
254. Шапран Н. Фундаментальний аналіз акцій в Україні: оцінка впливу мікроекономічних факторів на формування ринкової вартості акцій / Н. Шапран // Економіст. – 2005. – № 11. – С. 53-57.
255. Шапран Н. С. Прогнозування ринкової вартості акцій : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Шапран Наталя Сергіївна. – К., 2006. – 24 с.

256. Шаравара Р. І. Становлення ринку цінних паперів в умовах трансформації економіки України : автореф. дис. на здобуття наук ступеня канд. екон. наук : спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / Шаравара Роман Іванович. – Дніпропетровськ, 2005. — 20 с.

257. Шарп У. Инвестиции / Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.

258. Швагер Дж. Д. Биржевые маги / Дж. Д. Швагер ; пер. с англ. – М. : Издательский дом Диаграмма, 2004. – 464 с.

259. Швагер Дж. Д. Маги фондового рынка. Интервью с ведущими трейдерами рынка акций / Дж. Д. Швагер ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 462 с.

260. Шевцова С. Г. Финансовый рынок за полчаса. Как создать и приумножить личный капитал / С. Г. Шевцова. – СПб. : Питер, 2006. – 208 с.

261. Шеннон Пратт. Оценка бизнеса. Скидки и премии / Пратт Шеннон ; пер. с англ. А. Пауткина. – М. : ЗАО «Квинто-менеджмент», 2005. – 392 с.

262. Школьник І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Школьник Інна Олександрівна. – Суми, 2008. – 40 с.

263. Шляпников Л. В. Стратегическое управление развитием предприятия на основе оценки перспективной стоимости бизнеса : автореф. дис. на стиск. научн. степени канд. екон. наук : спец. 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» / Шляпников Леонид Валерьевич. – СПб., 2007. – 21 с.

264. Шульга Н. П. Проблеми оцінки вартості вітчизняних банків та шляхи їх вирішення / Н.П. Шульга, О. А. Слободяник // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : зб. тез доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (21-22 травня 2009 р.) : у 2 т. / ДВНЗ

«Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – Т. 1. – С. 171-173.

265. Щербаков В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. – М. : Омега-Л, 2006. – 288 с.

266. Щербакова О. Сучасні технології оцінки вартості бізнесу компанії / О. Щербакова // Фінансовий ринок України. – 2005. – № 11 (25). – С. 27-32.

267. Щодо Методичних рекомендацій по аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій : лист Державної податкової адміністрації України від 27.01.1998 р. N 759/10/20-2117 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pro-u4ot.info/index.php?section=browse&CatID=156&ArtID=422>.

268. Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ч. Фрэнк Эванс, М. Давид Бишоп ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.

269. Эконометрика : учебно-методический комплекс / Красноярск : РИО КрасГУ, 2003. – 36 с.

270. Эконометрия: регрессионный анализ : учеб. пособ. / В. И. Суслов, Н. М. Ибрагимов, Л. П. Тальшева, А. А. Цыплаков. – Новосибирск : НГУ, 2005. – 141 с.

271. Экономический словарь [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.slovarus.ru/?di=219534&PHPSESSID=aqb661be1pdhv9bo3bc00p2rd0>.

272. Энциклопедический словарь [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.onlinedics.ru/slovar/bes/i/1-instrument.html>.

273. Як оцінити інвестиційну вартість компаній // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 1 (51). – С. 37-38.

274. Abrams Jay B. Quantitative Business Valuation: A Mathematical Approach for Today's Professionals / Jay B. Abrams. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2010. – 642 p.

275. Arzac Enrique R. Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring / Enrique R. Arzac. – New York : Hamilton Printing, 2005. – 310 p.
276. Benninga S. Financial Modeling / Simon Benninga ; [2-nd ed.] / – Massachusetts : Massachusetts Institute of Technology, 2000. – 622 p.
277. Bruner Robert F. Applied Mergers and Acquisitions / Robert F. Bruner. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2004. – 1028 p.
278. Business valuation methods [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.business-valuation.net/methods>.
279. Business valuation with price earnings multiples [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.dilanchian.com.au/index.php?option=com_content&view=article&id=166:business-valuation-with-price-earnings-multiples&catid=7:finance-a-securities&Itemid=146.
280. Cohen J. Intangible Assets: Valuation and Economic Benefit / Jeffrey Cohen. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2005. – 163 p.
281. Comparable Companies Analysis [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.business-valuation.net/methods/comparable-companies-analysis>.
282. Cunningham L. What is value investing / Lawrence Cunningham. – New York : McGraw-Hill Companies, 2004. – 96 p.
283. Damodaran A. Applied Corporate Finance: A User's Manual [Електронний ресурс] / A. Damodaran. – Режим доступу: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/ACF3E/appldCF3E.htm#ch1.
284. Damodaran A. Investment Philosophies [Електронний ресурс] / A. Damodaran. – Режим доступу: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/invphilbook.htm.
285. Fishman Jay E. Standards of Value: Theory and Applications / Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt, William J. Morrison. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2007. – 347 p.

286. Gaughan P. A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings / Patrick A. Gaughan. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2007. – 633 p.
287. Howard E. Johnson. The Conundrums of Comparable Company Multiples [Електронний ресурс] / Johnson E. Howard. – Режим доступу: <http://www.campbellvaluation.com/pdf/articles/ConundrumsOfComparableCompanyMultiples.pdf>.
288. Jorion P. Financial Risk Manager Handbook / Philippe Jorion. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2003. – 708 p.
289. Kelly J. The Neatest Little Guide to Stock Market Investing / Jason Kelly. – New York : Penguin Group, 2007. – 282 p.
290. Koller T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2005. – 739 p.
291. Laizer Richard Samwel. The Effects of the global Crisis on the Stock Market in Ukraine / Laizer Richard Samwel // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали науково-практичної конференції (28-29 травня 2009 р.) / Тернопільський національний економічний університет. – Т. : THEU, 2009. – С. 268-270.
292. Liu J. The Faltham-Ohlson Model: Empirical Implications / J. Liu, J. A. Ohlson. – Los Angeles : Stern School of Business, N.Y.U., New York : Anderson School of Management, U.C.L.A., 1999. – 98 p.
293. Mard Michael J. Valuation for Financial Reporting: Fair Value Measurements and Reporting, Intangible Assets, Goodwill and Impairment / Mard Michael J., Hitchner James R., Hyden Steven D. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2007. – 223 p.
294. Nawalkha Sanjay K. Interest Rate Risk Modeling: The Fixed Income Valuation Course / Sanjay K. Nawalkha. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2005. – 392 p.

295. Pereiro Luis E. Valuation of Companies in Emerging Markets / Luis E. Pereiro. – New York : John Wiley & Sons, Inc, 2002. – 507 p.
296. Pick stocks like the Super Value Gurus [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://moneycentral.msn.com/content/Investing/Findhotstocks/P104854.asp>.
297. Pratt Shannon P. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies / Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita. – New York : McGraw-Hill Companies, Inc, 2008. – 1108 p.
298. Roberts Dennis J. Mergers & Acquisitions: An Insider's Guide to the Purchase and Sale of Middle Market Business Interests / Dennis J. Roberts. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2009. – 415 p.
299. Strack R. Rave Integrated value management for customer, human, supplier and invested capital / R. Strack, U. Willis // European Management Journal. – 2002. – Vol. 20, № 2. – P. 147-158.
300. Tran Vinh Q. Market Upside Down: How to Invest Profitably in a Shrinking Economy / Vinh Q. Tran. – New Jersey : Pearson Education, Inc, 2010. – 323 p.
301. Uniform standards of professional appraisal practice 2008-2009 edition [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.appraisal foundation.org>.
302. Zyla Mark L. Fair Value Measurements: Practical Guidance and Implementation / Mark L. Zyla. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2010. – 443 p.