

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ
ТАРАСА ШЕВЧЕНКА
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ
КАФЕДРА ФІНАНСІВ

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

на тему:
ПРОГНОЗУВАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ

Студента 2-го курсу денної форми навчання
Спеціальності 072 «фінанси, банківська справа та страхування»
освітньо-наукової програми «Корпоративні фінанси»
Кусяки Ігоря Володимировича

Науковий керівник :
Доктор економічних наук, доцент
Солодка Ольга Олегівна

Засвідчую , що в цій дипломній
роботі немає запозичених із праць
інших авторів без відповідних посилань

Студент _____

Робота допущена до захисту в Екзаменаційній комісії рішенням
кафедри фінансів від « ___ » _____ 2022 року, протокол № _____

Завідувач кафедри фінансів,
доктор економічних наук, професор
Лютий Ігор Олександрович _____

Київ – 2022р

ЗМІСТ

	СТОР
ВСТУП	2
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО –МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ПРОГНОЗУВАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ	6
1.1.Економічний зміст вартості компанії та її значення у фінансовій та управлінській діяльності.	6
1.2.Розвиток теоретико - методологічних засад оцінки ринкової вартості корпорації.	11
1.3.Методологічний інструментарій при прогнозуванні ринкової вартості компанії.	15
РОЗДІЛ 2. ВИЗНАЧЕННЯ СИСТЕМИ ПОКАЗНИКІВ ПРИ ПРОГНОЗУВАННІ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЙ ТА РОЗВИТОК ПІДХОДУ ДО ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ	20
2.1. Аналіз тенденцій торгів акціями, як вплив на ринкову вартість корпорації.	20
2.2. Визначення системи показників для прогнозу оцінки вартості корпорації.	25
2.3. Розвиток системного підходу до формування механізму оцінки вартості корпорації.	37
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ПРОГНОЗУВАННЯ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ В УКРАЇНІ.	43
3.1.Вибір підходу до оцінки та удосконалення інструментарію прогнозування ринкової вартості	43
3.2. Перспективи розвитку оціночної діяльності в Україні та шляхи підвищення її ефективності.	49
ВИСНОВКИ	56
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	59
ДОДАТКИ	65

ВСТУП

Актуальність дослідження. Розвиток українських корпорацій, аналіз їхньої діяльності та прогнозування ринкової вартості корпорації одне з найважливіших питань, яке потребує негайного вирішення. При використанні внутрішніх резервів та активно залучаючи зовнішні фінансові ресурси корпорації мають можливість створювати грошові фонди, по іншому капітал, яким потім розпоряджаються. Усвідомлюючи, що пропорційність між джерелами надходження коштів (капіталу) визначається політикою корпорації, яку вона здійснює у своїх інвестиційних і фінансових операціях

В результаті самого визначення співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел найчастіше відбувається рух фондів, які впливають на ринкову вартість корпорацій. В такий спосіб, саме необхідність у формування діючого механізму оцінки вартості корпорацій, актуальність й недостатня дослідженість означеної проблематики обумовили вибір обраної теми магістерської роботи, її мету, задачі та структуру.

Рівень розробки теми дослідження у науковій літературі. Дослідженню теоретико-методологічних, методичних і практичних аспектів у прогнозуванні оцінки ринкової вартості корпорацій та формуванню механізмів присвячено праці як вітчизняних учених: О. Вакульчика [32], О. Васильєва [35-38], Н. Внукової [162, 163], Н. Гавкалової [42], Г. Дорошенко [61], Л. Єфремової [71], О. Єпіфанова [39], О. Колодізева [87, 88], М. Корягіна [91, 92], Т. Косової [98, 99], О. Мендула [114], Т. Момот [121], Д. Поповича [144], О. Рубана [164], К. Сердюкова [168], І. Сердюкової [171], О. Тарасової [183], Є. Шермана [203], так і зарубіжних науковців: У. Ессе Баффета [20], Ф. Блека [213], А. Дамодарана [214], Ф. Еванса [215], Т. Коупленда, Т. Колера та Дж. Мурріна [101], А. Кульмана [106], В. Рутгайзера [166] та ін. Можна відзначити, що великий внесок у наукових напрацюваннях вчених, проблеми формування в механізмах оцінки вартості корпорацій залишаються частково вирішеними і потребують детального системного аналізу в реаліях сучасних

тенденцій розвитку ринку цінних паперів.

Мета магістерської роботи є теоретичне та практичне дослідження українського та зарубіжного досвіду здійснення ринкової оцінки вартості корпорації. Визначання основних методів оцінювання фінансового стану та ринкової вартості корпорації в Україні, розглянувши наявну потрібну інформацію для їх здійснення. Вивчити і дослідити основні причини, що впливають на доцільність прийняття рішення щодо злиття корпорацій.

Умови і причини вартості корпорації стають нагальними, коли йдеться про глобалізацію бізнесу – злиття, поглинання, альянси. Повна оцінка, з урахуванням всіх ризиків і проблем корпорації дуже важлива, оскільки причини невдач у більшості випадків злиття чи поглинання полягали в тому, що покупці значно переоцінювали і загалом переплачували кошти за придбані корпорації, переоцінювали потенційні вигоди від поглинання та некомпетентне здійснювання процесу об'єднання.

Для інвесторів, що бажають ефективно використовувати власні кошти, важливим є не інвестувати у переоцінені активи. Для вивчення механізмів ринкової оцінки корпорацій потрібно:

- уточнити понятійний апарат механізму оцінки вартості корпорації;
- розвинути теоретичний базис механізму оцінки вартості корпорації щодо вдосконалення його принципів та функцій;
- структурувати класифікацію факторів впливу на вартість корпорацій.

Теоретико-методологічні питання оцінки ринкової вартості компанії становлять значний науковий і практичний інтерес.

Об'єктом дослідження є вивчення різноманіття методів ринкової оцінки корпорацій в Україні.

Предметом дослідження є ґрунтовні та глибокі праці ключових вітчизняних і зарубіжних вчених а також фахівців-практиків, присвячені проблемам оцінки вартості акціонерних товариств, системи управління вартістю, закони та нормативні акти України. Методичною основою

досліджень є значні принципи пізнання, логічний і системний підходи до детального аналізу процесів і явищ у сфері фінансів. Увага до проблем оцінки вартості корпорацій посилюється у всьому світі.

Наукова новизна при дослідженні методів прогнозування ринкової вартості корпорацій виявляється в теоретичних положеннях, які вперше сформовані в процесі вибору методу оцінювання компанії. Надзвичайно корисно для оцінки вартості обрати допустиму модель, адже вибір невірної і неефективної моделі оцінки може призвести до фатальної переоцінки чи недооцінки бізнесу, що, зокрема, викликано особливостями функціонування самої корпорації, а також неправильним формулюванням призначення оцінювання. У роботі розглянуто основні підходи до оцінювання ринкової вартості.

Методи дослідження. Основою при вивченні різних методик та теоретичних праць в прогнозуванні оцінювання вартості корпорації стали фундаментальні праці визначних вітчизняних і зарубіжних вчених та фахівців-практиків, які присвятили свої розробки проблемам оцінки вартості корпорацій, управління вартістю, закони та нормативні акти України.

Інформаційною базою дослідження є вивчення наукових робіт визначних дослідників проблемного питання належать Бріггем Є.Ф. та Дамодаран А. За останні роки в Україні з даної проблематики надруковано багато праць і наукових досліджень українських авторів, серед яких: Аканов А. А., Бачинська О. М., Філіна Г. І., Хіміон О. О., Чубук Л.П. Дослідженню теоретико-методологічних, методичних і практичних аспектів оцінки ринкової вартості корпорацій та формуванню механізмів присвячено праці як вітчизняних учених: О. Вакульчика, О. Васильєва, Н. Внукової, Н. Гавкалової, Г. Дорошенко так і зарубіжних науковців: У. Ессе Баффета, Ф. Блека, А. Дамодарана, Ф. Еванса, Т. Коупленда, Т. Колера та Дж. Мурріна, А. Кульмана, В. Рутгайзера та ін. Слід відзначити, що безліч наукових напрацювань вчених, питання формування механізму оцінки ринкової вартості корпорацій залишаються тільки частково вирішеними та

потребують детального аналізу в співвідношенні сучасних тенденцій розвитку ринку цінних паперів. Систематизація багатьох наукових праць дає можливість признати про неповне і частково однобоке дослідження єдиного загальновизнаного підходу до трактування та судження поняття «механізму оцінки ринкової вартості корпорацій», його фундаментальних принципів та функцій, факторів, що значною мірою впливають на вартість.

Теоретичне значення дослідження визначається тим, що його висновки слугують внеском у розробку досліджуваного питання. Результати роботи допоможуть поглибити та розширити знання про розвиток методів ринкової оцінки корпорацій в Україні.

Практичне значення одержаних результатів полягає в конкретній розробці рекомендацій щодо покращення методів в прогнозуванні ринкової вартості корпорацій в Україні, які можна впровадити на практиці.

Обсяг та структура роботи. Представлена магістерська робота складається із вступу, трьох розділів, загальних висновків, списку використаних джерел і додатків. Дипломна робота розміщена на 58 сторінках, включає 4 додатки і 50 використаних джерел.

Розділ 1. ТЕОРЕТИКО –МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ПРОГНОЗУВАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ.

1.1. Економічний зміст вартості корпорації та її значення у фінансовій та управлінській діяльності.

Тривалий час, протягом розвитку ринкової економіки, максимізація прибутку і оптимальне використання ресурсів залишалася головними завданнями менеджерів і основною метою діяльності підприємства, яке функціонувало в умовах конкурентного ринку. При цьому в економічній науці активно розвивалася теорія вартості: трудової вартості, цінності, доданої вартості, подовженої вартості. Всі ці терміни широко відомі більшості фахівців в області економіки. Однак в розпорядженні практиків не було достатніх інструментів для вимірювання вартості і, відповідно, достатніх стимулів для того, щоб використовувати вартість в практиці господарювання підприємств. Тому, в якості цільового орієнтиру довгий час залишався прибуток. Проте з кінця XIX ст. і протягом усього XX ст. з'являються фундаментальні дослідження, які остаточно змінили погляд на сенс існування підприємства. Аналізуючи теперішні реалії масштабного збільшення ринків та крокування в напрямку євроінтеграційних процесів України, розвитку міжнародного співробітництва та залучення іноземних інвестицій у вітчизняну економіку, в формуванні важливих стратегічних цілей, а саме бажане збільшення вартості корпорації виходять питання в ефективному управлінні корпорацій і глобальному розвитку ринку цінних паперів.

Проаналізувавши наукові роботи і дослідження видатних вчених з теми оцінки вартості корпорацій та формування механізмів з систематизації цих оцінок встановлено, що на даний час немає цілісних науково-обґрунтованих рекомендацій і систем формуванні механізму оцінки вартості, які могли врахувати всю специфіку діяльності корпорацій, їх нюанси (додаток А)

Для досконального і детального вивчення в розумінні «механізму оцінки вартості корпорації» необхідно розглянути теоретичні матеріали оцінки вартості та знайти природу у вивченні ключової категорії – вартість. Велику цікавість і вивчення даної проблеми можна аргументувати тим, що сам об'єкт дослідження є дуже різностороннім і, як доводять чисельні наукові праці і детальні дослідження вчених у всьому світі, проблема вартості, завжди зачіпає двох учасників угоди – виробника та споживача, таким чином, без урахування їхніх інтересів, надіятись на об'єктивність її вирішення не можна. Щоб при оцінці вартості не виникало однобічності і частковості при оцінці вартості існує велика необхідність детального і повного розгляду цієї проблеми, тестування специфічних форм цінності.

При детальному вивченні сучасної наукової літератури проблеми визначення «вартості» детально розглянуті у працях таких вчених-економістів, як: С. В. Валдайцев [32], Г. С. Вечканов та Г. Р. Вечканова [41], А. Г. Грязнова та М. А. Федотова [52], Г.О. Дорошенко [59], М. В. Корягін [91], М. В. Кудіна [103], А. Маршал [111], Т.В. Момот [120], О.В. Тарасова [182] та ін. Вивчення і систематизація публікацій в наукових виданнях вказує, про сумнівні і плутані підходи у визначенні терміну «вартість» і дозволяє зробити висновки про фактичне існування в сучасних працях науковців різних підходів до визначення її сутності. Поняття «вартість» різними вченими окреслюється з урахуванням його призначення в межах об'єкту оцінки, виходячи з її економічної вигоди. Розуміння і трактування поняття «вартість», її структуру і значення у роботах вітчизняних та зарубіжних науковців наведено у додатку А.

Вартість корпорації – аналітичний показник, що є оцінкою вартості корпорації (ринкової вартості корпорації) з урахуванням усіх джерел її фінансування: боргових зобов'язань, привілейованих та звичайних акцій. Перевага цього показника в тому, що він враховує зобов'язання компанії щодо її короткострокових та довгострокових боргів.

Вартість стає суспільно-визнаною, якщо вона дозволяє власнику ресурсів отримувати цей ефект у вигляді накопиченої доданої економічної вартості, в основі якої лежить економічний прибуток.

При аналізі і вивченні терміну «вартість», який наведено в законодавчих та нормативно-правових актах систематизувавши всі дані, можна визначити як «еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у грошовій формі». Цю ідею в своїх працях публікував й В. М. Тарасевич.

Поняття вартості підприємства визначено постановою КМУ від 12.10.2000р. № 1554 «Про затвердження Методики оцінки вартості майна під час приватизації» і зазначає, що вартість діючого (цілісного майнового комплексу) сформульована вартість підприємства, що формується завдяки функціонуванню його як діючого та єдиного цілого і є сумою капіталізованих доходів від його діяльності, збільшеною на вартість надлишкових активів підприємства, визначену виходячи з найкращого альтернативного варіанта використання цих активів, у тому числі їх ліквідації.

Вартість корпорацій визначають не тільки як результат оцінки, а й об'єкт управління, що характеризується за рівнями суб'єктів управління корпорацією: загальних зборів акціонерів, наглядової ради, правління структурних підрозділів та ін.

Управління і прогнозування ринковою вартістю корпорації – це складна система у розробці і реалізації управлінських рішень, які дають реальну можливість збільшити дохід власників корпорацій, при значному підвищенні ринкової вартості акцій. При деякому збільшенні вартості корпорації існує вірогідність отримання таких наслідків: помітного курсового - грошового доходу від перепродажу належних їм акцій і як результат зростання власної вартості капіталу корпорації.

М. Міллер і Ф. Модільяні у своїх наукових працях і публікаціях неодноразово доводили, що на ефективному фінансовому ринку, де немає транзакційних витрат, і при сприятливих умовах відсутності податків структура капіталу не

має значення, а вартість компанії визначається її здатністю генерувати прибуток .

Ці вчені зробили слідуючий висновок при удосконаленні моделі у 1963 році через введення до неї корпоративного податку на прибуток : що при віднесенню відсотків за боргом до витрат бізнесу вартість фінансово залежної корпорації перевищуватиме вартість фінансово незалежної, при умові відношенню до одної грипи ризику.

Різницею в даному випадку є модель фінансового левериджу, що розраховується множенням ставки оподаткування на величину боргу. З вищенаведеного можна зробити слідуючий висновок: максимізація ринкової вартості корпорації відбувається за умов повного боргового фінансування.

При аналізі робіт Ф. Модільяні і М. Міллера (1961 р.) можна розглянути їх теорію, що вартість компанії складається з двох компонентів:

1. Вартості стабільного стану (steady state value) поточних операцій компанії
2. Вартості її майбутніх операцій .

Детальне ознайомлення і вивчення таких відомих понять як «оцінка» та «оцінка вартості», дає значну можливість визначити різноманітність і широту поглядів вчених щодо названих понять. Вивченням і аналізуванням та створенням зручної методології оцінки займалися такі вчені, як: С. В.Валдайцев, В. В. Вітлінський, А. Г. Грязнова та М А. Федотова , І. А. Єгерев .,В. Є. Єсипов, та ін. Значний внесок в наукових дослідженнях можна знайти у відомих працях таких авторів Фішмен Дж., Ш. Пратт, К. Гриффіт і К. Уілсон, які намагалися всебічно розкрити наявні проблеми організації процесу оцінки до підписання договору із замовником до оформлення звіту з оцінки бізнесу [219]. Праці і дослідження А. Дамодарана в сфері інвестиційної оцінки можна назвати класикою. В його роботах чітко спостерігається практична направленість матеріалу а також приводиться безліч прикладів із реального бізнесу.

Можна віднести до однієї із важливих наукових праць при вивченні і аналізуванні опціонального підходу до оцінки вартості корпорації це праці Ексетера А. Грегорі.

Значний внесок у вивченні, систематизації і розробці прикладних аспектів оцінки вартості підприємств внесли американські дослідники Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурін, які детально проаналізували 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 . Вивчаючи і аналізуючи поняття «оцінки» за науковими працями і доступними інтернет джерелами, підручниками та законами можна визначити, що правильна оцінка є однією із найважливіших і найскладніших проблем балансової справи.

Систематизувавши вивчений матеріал можна зробити висновок, що оцінка вартості включає:

1. Розробку приблизної (оцінки) вартості ресурсів, необхідних для виконання робіт проекту.
2. Отримання оцінки ймовірних кількісних результатів.
3. Обґрунтування і діагностика різних вартісних альтернатив.
4. Оцінюючи вартість, потрібно розуміти і аналізувати , чи допоможуть додаткові витрати на будь-які роботи отримати економію очікуваних витрат.

Оцінка вартості корпорації – це і обґрунтування вартості корпорації на певну дату і систематизований процес з визначення величини ринкової вартості корпорації в грошовому відображенні з розумінням факторів, які мають значний вплив на неї в даний час і в даних умовах.

Одним із головних і важливих значень у поняттях вартості, що використовується при оцінці підприємств, є ринкова вартість, під якою в глобальному понятті розуміють найбільш ймовірну ціну, за якою даний об'єкт може бути відчужений на відкритому ринку в умовах конкуренції, коли сторони угоди діють розумно, маючи всю необхідну інформацію, а на розмір ціни угоди не впливають які-небудь надзвичайні обставини.

Серед видів вартості, які впливають на прогнозування ринкової вартості корпорації є інвестиційна вартість, яка відмінна від ринкової але має вплив на неї. Інвестиційна вартість - це приріст ринкової вартості корпорації в результаті значних інвестицій в дану корпорацію.

Ринкова та інвестиційна вартість корпорації можуть бути однакові тільки в тому випадку коли сподівання інвестора є типовими для цього ринку..

З вищевикладеного матеріалу та аналізу наукової літератури можна зробити висновок про значення таких понять як, «вартість», «вартість корпорації», «оцінки» та «оцінки вартості», систематизовані сутнісні риси оцінки вартості.

1.2. Розвиток теоретико - методологічних засад оцінки ринкової вартості корпорацій.

Визначення вартості бізнесу набуває значного значення в академічній та бізнес-сферах, оскільки розуміння цінності організації стало ключовим інструментом для управління та маркетингу бізнесу. Відповідно, розроблені численні методи для виконання цих практик.

Ринкова оцінка корпорації відіграє важливу роль у розвитку фінансової теорії та її застосуванні на ринку. Вона оцінює цінність організації, стає фундаментальним інструментом, який допоможе керівникам бізнесу визначити, якої фінансової стратегії слід дотримуватися, надає зацікавленим сторонам огляд фінансової ситуації та очікувань організації, що рухається

вперед. Проте протягом багатьох років було розроблено багато методів оцінки вартості корпорацій. Ці методи не обов'язково дають унікальний результат. Відповідно до вищезазначеного, доречним є перегляд найбільш популярних та використовуваних у даний час методів оцінки. Найдоречнішим є метод бухгалтерських оцінок.

Переваги, пов'язані з цим типом методів, полягають у можливості та швидкості оцінки вартості бізнесу. Тим не менш, ці методи мають недоліки, оскільки вони не включають в себе інформацію, пов'язану з можливими діями фірми в майбутньому, концепціями, пов'язаними з часовою вартістю грошей. Крім того, вони виключають класи активів за межами бухгалтерської інформації організації, наприклад, досвіду бізнесу у своїй сфері діяльності. Серед методів бухгалтерських оцінок виділяють:

Балансовий метод - це метод оцінки, який використовує інформацію балансу організації як унікального джерела для оцінки вартості бізнесу. Найбільш відомі методи цієї групи наведені нижче.

1. Метод балансової вартості: цей метод підкреслює фундаментальне положення бухгалтерського обліку, прирівнюючи вартість фірми до власного капіталу організації. Цю величину можна також отримати, віднімаючи сукупні зобов'язання від загальних активів підприємства.
2. Скоригований метод балансової вартості: цей метод відповідає вищезазначеному методу балансової вартості. Однак у цьому випадку оцінка вартості бізнесу розраховується шляхом коригування вартості активів та пасивів до їх ринкової вартості.
3. Метод ліквідаційної вартості: цей метод включає в себе припущення, що фірма припинить розвивати свою діяльність на момент продажу. Оцінка вартості бізнесу за методом ліквідаційної вартості визначає скільки буде коштувати корпорація на момент продажу.

4. Метод заміщення: цей метод, також відомий як "метод істотної вартості", прирівнює ринкову вартість корпорації до витрат, понесених покупцем, якщо вони вирішили утворити бізнес з тими ж характеристиками корпорації, що оцінюється.

5. Чиста вартість реалізації: цей метод подібний до методу балансової вартості, але спрямований на коригування власного капіталу. Це означає, що за допомогою цього методу вартість бізнесу відповідає активам, які піддаються експлуатації без поточних зобов'язань фірми за ринковими цінами.

В науковій літературі та підручниках описано багато методів прогнозування вартості корпорацій. Проте при детальному вивченні матеріалу, більшість дослідників в цій області приходять до думки, що найефективнішими є три підходи (методи) визначення вартості підприємства (бізнесу): витратний, порівняльний (ринковий) та дохідний [23]. Кожний метод має свої негативні та позитивні властивості.

Дохідний підхід передбачає використання методу капіталізації і методу дисконтованих грошових потоків.

Витратний метод використовує метод чистих активів, метод балансової вартості активів, метод скорегованої балансової вартості активів та метод ліквідаційної вартості.

Порівняльний метод. Цей метод оцінює вартість визначеної фірми на основі розрахунку коефіцієнта або множини в групі подібних організацій. Отже, множина, що стосується організації А, обчислюється відповідно до наведеного нижче виразу:

$$\text{Мультіплікатор } A = \text{Показник компанії } A / \text{Індикатор компанії } A$$

Сума операції для бізнесу А відповідає ціні, яка була узгоджена на основі продажу подібної компанії. Наприклад, якщо подібна компанія була продана за 2 мільйони доларів два місяці тому, сума операції для організації А буде

точно такою ж. З іншого боку, показник для фірми А буде відповідати сумі зі звіту про доходи та прибутки: виручки чи прибутку, тощо.

Змішані методи оцінки. Як видно з назви, ці методи мають на меті включити два елементи в оцінку організації. По-перше, вони поєднують компоненти бухгалтерського обліку, що означає, що для оцінки використовується балансова вартість або скоригована балансова вартість. Другий компонент оцінки пов'язаний з гудвілом, який визначається за критеріями, відмінними від тих що використовуються при складанні фінансової звітності фірми. Деякі включають репрезентативні елементи, такі як досвід організації в секторі, переваги перед конкурентами. Таким чином, вартість фірми, обчислена за допомогою змішаного методу оцінки, буде відповідати наведеному нижче виразу:

$$\text{Вартість бізнесу} = \text{Облікова вартість} + \text{Гудвіл}$$

З іншого боку, гудвіл розраховується за допомогою наступного виразу:

$$\text{Гудвіл} = \text{Чистий прибуток} * \text{Секторний мультиплікатор}$$

Незважаючи на те, що ці методи включають в себе елементи бухгалтерського обліку, які можна ефективно обчислити, важливо зазначити, що їхня головна слабкість полягає в тому, що мультиплікатор не має чітких параметрів для розрахунку, що може призвести до неточного розрахунку гудвілу. Тому згенерувати однаковий підхід до всіх випадків важко. Хоча багато методів були розроблені на основі змішаних методів оцінки, найбільш підходящі моделі перераховані нижче: Класичний метод, Метод експектів, тощо. Ці методи мають певні відмінності від раніше описаних моделей, але не мають суттєвих різниць в способі розрахунку.

1.3.Методичний інструментарій при прогнозуванні ринкової вартості корпорації.

Проаналізувавши різні методи оцінки ринкової вартості корпорації, можна зробити висновок, що оцінка вартості підприємства, його майна належить до найскладніших питань фінансів корпорацій і підприємств. Можна розглянути оцінку вартості корпорації як цілісного майнового комплексу та проаналізувати оцінку корпоративних прав корпорацій, якщо ці права не котируються на біржі.

Слід зрозуміти, що іноді вартість корпорацій може бути такою ж, як ринкова вартість його активів. В першу чергу йдеться про вартість що може бути створена в результаті функціонування бізнесу.

Зазвичай оцінка корпорації здійснюється на аналізі прогнозування ринкової вартості — ймовірної суми грошей, за яку можливі купівля-продаж об'єкта оцінки на ринку. Розуміння аналізу консолідованих фінансових звітів корпорації та її корпоративних (дочірніх) підприємств як єдиної економічної одиниці повинно формуватися на підставі різних моделей оцінки вартості. Однією з основних моделей оцінки, на наш погляд, є модель, що базується на чистій теперішній вартості (*Net Present Value, NPV*) майбутніх «вільних грошових потоків» підприємств групи, так звана **модель дисконтованих грошових потоків**. Ця модель заснована на концепції, за якою інвестиції додають вартість, якщо віддача від них (їх рентабельність) перевищує віддачу від інвестиції з таким же ступенем ризику. Іншими словами, при заданому рівні прибутку компанії з більш високою рентабельністю інвестицій доводиться інвестувати менше капіталу в бізнес, і, таким чином, вона створює більший грошовий потік і більше вартості. Модель ґрунтується на принципі безперервності діяльності. Вартість групи дорівнює дисконтованій вартості вільних грошових потоків (*Free Cash Flows, FCF*), генерованих в результаті операційної та інвестиційної діяльності до вирахування відсотків і дивідендів, які надходять у розпорядження інвесторів (акціонерів і кредиторів).

Існують різні інтерпретації складових “вільних грошових потоків”. Одне з таких пояснень формулює, що вільні грошові потоки включають грошові надходження після сплати: податків групи, зміни робочого капіталу і капітальних інвестицій .

В процесі оцінки цей показник може бути розрахований на підставі даних, отриманих в результаті складання фінансового прогнозу за формулою :

$$\begin{array}{l}
 \text{Вільні} \\
 \text{грошові} \\
 \text{потоки} \\
 \text{(FCF)}
 \end{array}
 =
 \begin{array}{l}
 \text{Прибуток до} \\
 \text{сплати} \\
 \text{відсотків,} \\
 \text{податків і} \\
 \text{амортизації}
 \end{array}
 -
 \begin{array}{l}
 \text{Сплачені} \\
 \text{податки}
 \end{array}
 -
 \begin{array}{l}
 \text{Зміна} \\
 \text{робочого} \\
 \text{капіталу}
 \end{array}
 -
 \begin{array}{l}
 \text{Капітальні} \\
 \text{інвестиції}
 \end{array}$$

Логіка моделі “вільних грошових потоків” є простою: оскільки інвестиція пов'язана з грошовим капіталом, її вартість базується на сумі майбутніх грошових потоків, які будуть нараховані інвестору. Вільний грошовий потік найкраще розглядати як всю суму коштів, які є на залишку від операційної діяльності корпорації після отримання інвестицій, яких чекали.

В зв'язку з цим залишкові грошові потоки (*Residual Cash Flow*) і корпорації згодом можуть повернути грошові кошти до “постачальників” капіталу. Якщо проаналізувати це більш детально, то можна зробити висновок, що вільний грошовий потік робить можливим для корпорацій такі значні опції:

1. Сплата відсотків.
2. Погасити основну суму боргу.
3. Сплата дивідендів і викуп акцій.

В результаті вищенаведеного, вільний грошовий потік є залишком грошових потоків і тим капіталом, який знаходиться у розпорядженні корпорації і який за необхідності можна використати для виконання зобов'язань перед тими, хто надав даній корпорації кошти на довгостроковий період (на виплату відсотків, дивідендів і погашення боргу, викупу власних акцій).

Чиста теперішня вартість (*NPV*) таких грошових потоків може бути отримана за формулою:

$$\text{Вартість (Value)} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+R)^t}$$

n - економічний термін активу або інвестиції (зазвичай виражений у роках);

CF (*Cash Flow*) - очікуваний грошовий потік за період t ;

R (*Rate*) - ставка дисконту, яка відображає сприймання ризикованості грошових потоків.

Вартість капіталу для будь-якої інвестиції чи то проекту, підрозділу підприємства або в цілому підприємства, є норма прибутковості, яку “провайдери” капіталу очікуватимуть отримати, якби капітал було інвестовано в інший об’єкт, ніж проект, актив або підприємство з подібним ризиком. Іншими словами, вартість капіталу – це можливі витрати.

В результаті вивчення вартості корпорації, розуміння його розрахунку елементи ризику є головними. Інвестори віддають перевагу меншому ризику перед більшим.

Фінансування в різні корпорації мають для інвестора різні форми ризику, також несуть різні витрати. Майже всі інвестори бажають отримати більший прибуток, тому вимагають прибутковості для придбаних акцій інших корпорацій. Саме тому на ринкову вартість корпорації впливає фінансування капіталу, вартість боргу.

Розглянути і проаналізувати цей взаємозв’язок можна у показнику – середньозважена вартість капіталу (*WACC*). Звідси:

$$WACC = [C_d(1-t)D/V] + [C_pP/V] + [C_eE/V],$$

де: C_d - вартість зобов’язань;

t - ставка податку

C_p - ціна привілейованих акцій;

C_e - ціна простих акцій;

D - ринкова ціна зобов'язань;

P - ринкова вартість привілейованих акцій;

E - ринкова вартість капіталу;

$V = D + P + E$ Модель оцінки капітального активу (САРМ) була винайдена незалежно професором Стенфордського університету Вільямом Шарпе і професором Гарвардського університету Джоном Лінтнером, у розвиток попередніх вкладень у теорію фінансів Джеймсом Тобіном та Гаррі Марковітцем. Представлена модель була об'єктом облікового підходу, її можна подати так:

$$C_e = r_f + \beta (r_m - r_f),$$

де, C_e – вартість капіталу (простих акцій);

r_f – ставка прибутковості за безризиковими інвестиціями;

β – ризик групи відносно цього ринку;

r_m – ставка ринкової прибутковості.

Зміст цієї формули полягає у наступному: вартість капіталу (очікувана прибутковість на ризикований актив) дорівнює сумі прибутковості за безризиковими активами та премії за ризик (ринкова ставка прибутковості, яка відображає ціну, сплачену через ринкові акції всіма інвесторами в інструменти капіталу, скориговану на β , фактор ризику підприємства).

Модель оцінки капітального активу (САРМ) є моделлю очікування.

Можна сказати що, менеджмент не може дотримуватись сподівань; він може лише оцінювати або зменшувати їх залежно від того, як поведуть себе інвестори ринкових акцій. Крім того, визначення відповідного безризикового активу, премії ринкового ризику, розрахунок β фактора ризику підприємства вимагає судження і тлумачення, які можуть приводити до різних висновків.

Модель оцінки капітального (необоротного) активу (САРМ), може бути використана для розрахунку вартості капіталу. Вартість групи на цій основі буде:

$$NPV = \frac{NCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{NCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{NCF_3}{(1+WACC)^3} + \frac{NCF_m}{(1+WACC)^n}$$

де: NCF – чистий грошовий потік за період (t).

Вивчення і аналіз наведених вище моделей розрахунку дають можливість зробити висновок щодо термінів «вільні грошові потоки», та «чисті грошові потоки».

Наведені моделі, в даному випадку є прикладом розрахунку чистого грошового потоку. Чистий грошовий потік деякі дослідники називають вільним грошовим потоком. Сума, яку можна вилучити із бізнесу без шкоди для діяльності, бо були враховані всі потреби і є чистий грошовий потік.

Ерік Хелферт зазначає, що «когда сумму ежегодных поступлений и ликвидационной стоимости дисконтируют по приемлемой ставке доходности (обычно это средневзвешенная стоимость капитала), полученная в результате чистая настоящая стоимость и есть довольно правдоподобное приблизительное значение стоимости всей компании. Качество результата, конечно же, зависит от качества применяемых для его получения оценок. Для того, чтобы получить весь спектр правдоподобных результатов, следует использовать оценку чувствительности».

Найбільш наближеною ринковою вартістю корпорації, залишкова вартість бізнесу – це результат який одержимо дисконтуючи вільний грошовий потік.

В такому випадку, найважливіше показати взаємозв'язок теперішньої вартості капіталізації корпорації зі структурою капіталу.

Теорія та практика інвестиційних розрахунків при прогнозуванні ринкової вартості корпорації має у своєму розпорядженні багато різних методів оцінки реальних інвестиційних проектів. Певні методи використовуються під певні запити інвесторів чи власників корпорацій.

РОЗДІЛ 2. ВИЗНАЧЕННЯ СИСТЕМИ ПОКАЗНИКІВ ПРИ ПРОГНОЗУВАННІ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЙ ТА РОЗВИТОК ПІДХОДУ ДО ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ

2.1. Аналіз тенденцій торгів акціями, як вплив на ринкову вартість корпорації.

В умовах непростой економічної ситуації розвиток національного ринку цінних паперів має можливість забезпечити зростання економіки України а також просування до світової інтеграції. Одна із головних складових економічної системи країни – це ринок цінних паперів, який виконує різні функції в економічній політиці країни. Акції – це активний вид інвестування, який вимагає зваженої участі в процесі та постійного контролю. У формуванні працюючої фінансової системи яка взаємодіє з банківським сектором і державною системою фінансів ринок цінних паперів повинен функціонувати як повністю регульований елемент.

Ефективність функціонування фондового ринку в основному залежить від міцної інфраструктури, яка створює для цього умови. У сучасних умовах актуальним є вивчення проблеми створення і розвитку ефективно функціонуючого фондового ринку України, який здатний в достатній мірі забезпечувати економіку країни. Для акціонерів корпорацій саме вартість корпорації, яка вийшла на ринок цінних паперів є одним із важливих умов для оцінки результативності бізнесу . При цьому необхідно провести детальне дослідження стану фондового ринку і тенденції до розвитку корпорації, її перспектив. Для стабільного розвитку економіки необхідний обсяг інвестиційних ресурсів формують публічні корпорації , які здійснюють публічне та приватне розміщення акцій.

Приватні корпорації – можуть здійснювати тільки приватне розміщення акцій. Для реальної оцінки вартості акцій приватної корпорації потрібно зробити аналіз додаткової ліквідності. В Україні ринок цінних паперів існує понад двадцять років, але стабільного позитивного розвитку

досягти так і не вдалося. Створена вітчизняна інфраструктура, біржі, реєстратори, але ринок акцій і інших цінних паперів працює по незрозумілим для приватного інвестора правилами. Саме тому для громадян торгівля на біржі і вітчизняному ринку цінних паперів не стала засобом для збереження і збільшення накопичень, на відміну від європейських країн і США. Хоча розвиток фондового ринку не завжди відповідає інтересам потенційних інвесторів, що призводить до втрати економікою країни додаткових джерел грошових коштів міністерство фінансів на протязі 2021 року розмістило ОВДП на 15 млрд гривень. Вивчивши стан організованого ринку цінних паперів, можна побачити, що торгівля акціями здійснюється переважно в контрактах інтернет-трейдингу. Зручний інтерфейс, зрозумілий процес та поетапне формування ліквідності за державними облігаціями на працюючому ринку є головними чинниками зменшення операцій на позабіржовому ринку.

Розглянувши публічні дані відомо, що загальний обсяг випуску емісійних цінних паперів, які зареєстровані Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку у січні-грудні 2021 року, становив 112,39 млрд грн, що менше на 1,01 млрд. грн. порівняно з відповідним періодом 2020 року (113,40 млрд. грн).

Протягом січня-грудня 2021 року Комісією зареєстровано 86 випусків акцій на суму 42,88 млрд. грн. (таблиця 1). Порівняно з аналогічним періодом 2020 року обсяг зареєстрованих випусків акцій збільшився на 9,90 млрд грн.

Проаналізувавши працюючий ринок цінних паперів [132] та за результатами аналітичного огляду зрозуміло, що існуюча нестабільність ринку та його низька ліквідність не спонукають до збільшення інтересів надходженню портфелів іноземних інвесторів.

Обсяг емісії цінних паперів місцевими корпораціями та рівень їхньої ринкової капіталізації вказує на ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку .

Обсяг емісії дає змогу оцінити конкурентний попит українських компаній на фінансові ресурси . Рівень ринкової капіталізації - їх оцінку вартості інвесторами.

В залежності від вартості уставного капіталу навіть при однаковій

вартості різні компанії можуть мати різну ринкову капіталізацію - більшу або меншу, на що впливає ефективність і прозорість ведення бізнесу, репутації та інше.

В Україні розвиток фондових бірж та інфраструктура ринку залежить від різних факторів впливу: змінами в законодавчій сфері, коливаннями розвитку корпоративного управління.

Розглянувши ринок цінних паперів зрозуміло, що через низький рівень розвитку ринку цінних паперів можна спостерігати ознаки невеликої кількості акцій, які котируються на фондових біржах. Вивчення і аналізування наукових праць показали, що під терміном «ринкова капіталізація» розуміють ринкову вартість усіх акцій акціонерного товариства. Найбільш точним визначенням ринкової вартості акцій є біржова ціна. Проведений аналіз показав, що насправді в тій чи іншій мірі ринкову вартість своїх акцій мають не більше 60 емітентів – тобто 0,5% усіх ПАТ в Україні, що є дуже низьким відсотком. Вивчення даного питання показують, що до кризи 2004-2007 рр. відбулося стрімке зростання ринкової вартості національних емітентів (більш ніж у 4,4 рази від індексу ПФТС), а також обсягу зареєстрованих випусків (понад 3,7 раза). [152]. У 2009-2010 рр. ринкова вартість національних активів дещо відновилася після значного обвалу в 2008 р. в контексті очікувань відновлення вітчизняної та світової економіки. З початку 2011 року по теперішній час ринкова вартість вітчизняних компаній знову впала до мінімуму на тлі невиправданих очікувань інвесторів щодо відновлення економіки та політичної нестабільності. Злиття та поглинання можуть мати місце для збільшення ринкової капіталізації та залучення інвестицій на ринок. За оцінкою InVenture Investment Group, 2015 рік не найкращий в історії українського ринку М &А.

В контексті теперішнього часу на останніх аукціонах 2021 року Міністерство фінансів запропонувало інвесторам п'ять випусків цінних паперів у національній валюті. Термін обігу пропонованих державних облігацій – 3

місяці, 6 місяців, 1,2 і 3 роки. Середньозважена прибутковість 3-місячних становила 10,50 %, 6-місячних -10,80%, 1-річних-11,90% а 2 та 3-річних 12,90 %.

Завдяки ринковій капіталізації корпорацій формування ринку цінних паперів України дозволяє деяким місцевим корпораціям : 1) залучати додатковий капітал через інструменти ринку; 2) підвищувати рівень і якість корпоративного управління та бути більш конкурентоспроможними за межами вітчизняного ринку.

Розглянувши діяльність ринку злиття та поглинання (M&A) в Україні за 2016 рік можна сказати про наступне : а) найбільша частка інвестиційної діяльності перебуває у банківському секторі ; б) збільшується участь китайських інвесторів.

Аналізуючи і систематизуючи дослідження з даного питання стають зрозумілими проблеми ринку цінних паперів : Низька ліквідність українського ринку цінних паперів за рахунок відсутності діючої диверсифікації інструментів торгів. Одним з недоліків місцевого ринку цінних паперів – відсутні функції публічного ринку і як наслідок умови поділу акціонерних товариств не відповідають їх суті також недостатній розвиток інфраструктури ринку цінних паперів в цілому.

Інфраструктура фондового ринку і сама система його регулювання більш націлені на великих емітентів, які мають можливість працювати з іншими іноземними інвесторами; можна зазначити також наявність низької пропозиції інструментів на ринку цінних паперів з вигідними для інвесторів умовами щодо прибутковості, умов ризику, захищеності та ліквідності і незначним обсягом самого інвестиційного капіталу.

Негативний вплив на ринок цінних паперів мають наступні фактори:

1. Захист прав інвесторів має недостатній рівень.
2. Складна процедура реструктуризації внаслідок чого маємо обмеження інструментарію ринку цінних паперів.
3. Невигідне та недосконале податкове навантаження на інвесторів ринку цінних паперів.

4. Невеликий сегмент біржової торгівлі порівняно з позабіржовим .
5. Незадовільна прозорість місцевого ринку цінних паперів.
6. Цінні папери, що знаходяться в обігу мають низьку якість.
7. Висока волатильність цін лістингових цінних паперів.

Україна планує комплексну програму розвитку фінансового сектору до 2023 року завдяки якій планується підвищення ролі цінних паперів в процесах розподілення фінансових ресурсів, їх накопичення для вирішення нагальних державних проблем, розширення інвестиційних можливостей і зміцнення фінансового стану корпорацій. В планах створити ефективну систему ринку цінних паперів та фінансових інститутів за рахунок створення цілісної системи функціонування фондового ринку, розширивши залучення інвестицій.

Виходячи з вищевикладеного, створено низку умов для стабільного розвитку фондового ринку, а саме: а) забезпечення прозорості та рівноправності в ланцюжку акціонерів, керівництва та клієнтів ; б)зниження системних ризиків; в) інтеграція України у міжнародні фондові ринки; д) законодавча база, що регулює фінансовий сектор в цілому; г)економічна та політична стабільність. е)залучення іноземних інвестицій шляхом лібералізації монетарного регулювання та ініціювання масштабної приватизації;

З розглянутого матеріалу і проведеної аналітичної роботи можна дійти висновку, що ринок цінних паперів в Україні все ще знаходиться у процесі свого становлення і тільки нерішуче починає робити позитивні зрушення. Його потужний потенціал потрібно розвивати для майбутнього розвитку економіки країни.

2.2. Визначення системи показників для прогнозу оцінки вартості корпорації.

При розгляді ринкової вартості корпорацій і прогнозування можливої майбутньої вартості дає можливість оцінити рівень конкурентоспроможності та успішності корпорації на ринку. Будь-яке перевищення грошових потоків, якими підприємство вже володіє повинно додаватися до теперішньої вартості майбутніх грошових потоків (операційний залишок грошових коштів не включається у цьому випадку, оскільки він вже входить до всього робочого капіталу і зображений в оцінці грошового потоку). Тому можна сформулювати думку, що оцінюється здатність підприємства генерувати майбутні вільні грошові потоки, не беручи до уваги грошові потоки, які підприємство вже згенерувало. В майбутньому всі ці фінанси додаються до отриманої вартості підприємства.

Отже для ефективного використання на практиці моделі дисконтування грошових потоків при визначенні вартості корпорацій необхідно здійснити такі кроки:

- Крок 1. Визначення продовжності прогнозованого періоду майбутніх вільних грошових потоків корпорацій.
- Крок 2. Визначення структури капіталу корпорацій та середньозваженої вартості капіталу.
- Крок 3. Визначення залишкової вартості корпорацій.
- Крок 4. Визначення вільних грошових потоків корпорацій за прогнозований період.
- Крок 5. Дисконтування вільних грошових потоків, включаючи залишкову вартість за ставкою середньозваженої вартості капіталу по роках.

Використаємо метод дисконтованих грошових потоків для визначення вартості корпорації “РУТА”. На першому кроці розрахуємо продовжність

прогнозованого періоду. Хоча тривалість конкретного прогнозного періоду є важливим показником, вона не впливає на цінність групи, а лише на розподіл цього значення між фактичним прогнозним періодом і наступними роками. На цьому етапі, даний прогнозний період має бути достатньо тривалим, щоб бізнес досяг стабільного стану до його завершення. Це важливо, оскільки всі оцінки залишкової вартості (Residual Value ,RV) базуються на наступному:

- корпорація має своєму розпорядженні сталу норму прибутку, підтримує постійне обертання капіталу, за рахунок цього, забезпечує постійну прибутковість інвестицій;
- показники корпорації зростають постійними темпами і щорічно холдинг інвестує в бізнес однакову частку свого валового грошового потоку;
- прибутковість нових інвестицій холдингу постійна.

Для оцінки вартості корпорації «РУТА» обираємо прогнозний період 5 років (2015-2019) для розрахунку чистих грошових потоків (крок 1).

В результаті проведеного аналізу було складено наступні проформи:

1.Прогнозний баланс

2. Прогнозний звіт про фінансові результати, розраховані фінансові коефіцієнти (табл. 1-3).

Систематизація постатейного прогнозу проформ фінансових звітів – балансу та звіту про фінансові результати було здійснено на підставі таких критеріїв:

- при розрахунку адміністративних і збутових витрат визначають рівень умовно - постійних та умовно - змінних витрат. Всі умовно - змінні витрати зростають пропорційно зростанню продаж;
- ставка податку на прибуток складає 25%;
- виплата дивідендів у прогнозованому періоді не передбачалась;
- в прогнозованому періоді передбачені постійні інвестиції у оновлення устаткування, норма амортизації прийнята на рівні 2015 року;

- на підставі аналізу минулих років і тенденцій розвитку компанії “РУТА” оборотання дебіторської заборгованості на рівні 2015 року – 43 дні, оборотання запасів – 50 днів, оборотання кредиторської заборгованості – 40 днів;
- всі умови довгострокової кредиторської заборгованості прийнято на рівні 2015 року, крім 2020 року, в якому передбачено існуючий рівень поточних кредитів банків;
- рівень процентних платежів для обслуговування залучених коштів прийнято на рівні останнього року – 11,3%.

В результаті проведеної систематизації базових умов видно, що темпи росту продаж при збільшенні рівня валового прибутку і доходності продаж, знижують показники доходності на капітал, оборотання активів та основних засобів. У корпорації утворюється зайва ліквідність і зменшення показнику фінансового важеля.

Таблиця.1. Проформа балансу корпорації “РУТА” станом на 2015 – 2019 р. (тис. грн.)

Стаття	Рік				
	2015	2016	2017	2018	2019
АКТИВИ					
Необоротні активи	263807	309057	363057	418057	473057
Основні засоби (оціночна балансова вартість)	246985	290811	343811	398811	453811
Довгострокові - інвестиції	246	246	246	246	246
Дебіторська довгострокова заборгованість та інші необоротні активи(позики) (16576	18000	19000	19000	19000
Оборотні активи	244 099	269 173	291 974	318602	334741
Запаси	103644	114805	125274	137392	143640
Дебіторська заборгованість	115324	127233	139014	151616	160219

Податкові зобов'язання	17000	17000	17000	17000	17000
Грошові кошти і їх еквіваленти	8131	10135	10686	12594	13882
Активів всього	507906	578230	655031	736659	807798
КАПІТАЛ ТА ЗОБОВ'ЯЗАННЯ					
Власний капітал	310437	371425	439468	513394	595273
Статутний капітал	37 811	37 811	37 811	37 811	37 811
Капітал сплачений додатково	103232	103232	103232	103232	103232
Нерозподілений прибуток	169394	230382	298425	372351	454230
Довгострокові зобов'язання	58 400	58 400	58 400	58 400	58 400
.Кредити і відсоткові позики	58400	58400	58400	58400	58,400
Поточні зобов'язання	139069	148405	157163	164865	172525
Відсоткові кредити	52371	52371	52371	52371	52371
Кредиторська заборгованість	82 915	91 844	100219	107585	114911
Дивіденди (заборгованість)	0	0	0	0	0
Розрахунки з бюджетом	3 783	4 190	4 573	4 909	5 243
Всього капітал і зобов'язання	507906	578230	655031	736659	807798

Таблиця 2. Проформа звіту про фінансові результати корпорації “РУТА” на 2015 – 2019 рр., тис. грн.

Стаття	Рік				
	2015	2016	2017	2018	2019
Дохід від головної діяльності	970000	1080000	1180000	1270000	1360000
Темпи росту, %	1,12	1,11	1,09	1,08	1,07

Собівартість (реалізованої продукції)	(756600)	(838080)	(914500)	(988710)	(1048560)
<i>Валовий прибуток</i>	<i>213 400</i>	241 920	265 500	288 290	311 440
Витрати на збут	(76 691)	(82 189)	(94 177)	(108007)	(121 037)
Адміністративні витрати	(54 715)	(55 403)	(57 030)	(58 593)	(59 157)
Інші операційні витрати	(5 088)	(5 152)	(5 210)	(5 263)	(5 315)
Операційні витрати	(136494)	(142744)	(156917)	(171863)	(186 509)
Прибуток (основна діяльність)	76 906	99 176	108 583	116 427	124 931
Витрати на оплату відсотків	(12 598)	(12 598)	(12 598)	(12 598)	(10 500)
Збитки (курсові різниці)	—	—	—	—	—
Інші не операційні витрати	(5 261)	(5 261)	(5 261)	(5 261)	(5 261)
Прибуток до оподаткування	59 047	81 137	90 724	98 568	109 171
Податок на прибуток	(14 762)	(20 329)	(22 681)	(24 642)	(27 293)
Прибуток після оподаткування	44 285	60 988	68 043	73 926	81 879

Таблиця 3. Розрахунок прогнозних коефіцієнтів холдингу “РУТА ” на період 2015 – 2019 рр., тис. грн.

Коефіцієнти	Рік
-------------	-----

	2015	2016	2017	2018	2019
Коефіцієнти прибутковості					
Коефіцієнт валового прибутку, (у відсотках)	22.0	22.4	22.5	22.7	22.9
Зміна чистого прибутку (у відсотках)	26,40	37,71	11,57	8,65	10,76
Прибутковість продаж, (у відсотках)	4,57	5,65	5,77	5,82	6,02
ЕВІТДА, тис. грн.	107383	126344	140572	154246	168801
%	11,07	11,70	11,91	12,15	12,41
ROI, прибутковість капіталу (у відсотках)	14,27	16,42	15,48	14,40	13,75
Коефіцієнти платоспроможності					
Відношення власного капіталу і залучених коштів (у відсотках)	63,6	55,7	49,1	42,5	35,7
Сума активів у відношенню до залучених коштів (у відсотках)	38-88	35-77	32-91	29-83	26-31
Коефіцієнт покриття фінансових витрат	6,10	7,87	8,62	9,24	11,90
<i>Коефіцієнти поточної ліквідності</i>	<i>1,76</i>	<i>1,81</i>	<i>1,86</i>	<i>1,90</i>	<i>1,94</i>
Коефіцієнти ефективності використання активів					
Період погашення дебіторської заборгованості, дні	43	43	43	43	43
Цикли погашення кредиторської заборгованості	40	40	40	40	40

(дні)					
Період обертання запасів(дні)	50	50	50	50	50
Обертання основних засобів	3,93	3,71	3,43	3,18	3,00
Обертання активів	1,91	1,87	1,80	1,74	1,68

Визначення структури капіталу корпорації “РУТА” (крок 2). Виходячи з того, що у складі акціонерів присутній фінансовий інвестор, рекомендується розділити структуру капіталу на три частини:

1. Особистий капітал засновників корпорації;
2. Особистий капітал фінансового інвестора;
3. Капітал залучений.

Через те, що на протязі прогностного періоду очікується постійний рівень залучених кредитних ресурсів, структура капіталу за роками прогностного періоду зміниться (табл. 4.).

Таблиця 4. Розрахунок прогностованої середньозваженої вартості капіталу (WACC) корпорації “РУТА” на період 2014 – 2019 рр.

Показники	Рік					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Структура капіталу на (тис грн.):						
Залучені кошти,	110771	110771	110771	110771	110771	92371
Капітал власників	199614	232828	278569	329601	385046	446455
Капітал фінансового інвестора	66538	77609	92856	109867	128348	148818
Всього капіталу	376923	421208	482196	550239	624624	687687

					165	644
Частки залучених коштів (у відсотках)	29	26	23	20	18	13
Частка власного капіталу (у відсотках)	53	55	58	60	62	65
Частка капіталу фінансового інвестора (у відсотках)	18	19	19	20	20	22
Незважена вартість капіталу, (%)						
Вартість залученого капіталу (після податкового щита)	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50
Вартість власного капіталу засновників	13,20	14,30	16,40	15,50	14,40	13,80
Вартість капіталу фінансового інвестора	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00
Середньозважена	13,90	14,70	16,30	16,00	15,50	15,50

вартість капіталу, WACC						
----------------------------	--	--	--	--	--	--

Як видно із таблиці 4:

- вартість залученого капіталу в прогнозованому періоді складає 8,5%;
- вартість капіталу засновників холдингу розраховується, як співвідношення чистого прибутку до особистого капіталу;
- вартість капіталу фінансового інвестора складає 25%, так як відповідно до корпоративної політики фонду, цей рівень прийнято як мінімальний рівень доходності вкладених інвестицій.

При визначенні залишкової вартості (Residual-Value) очікуваного грошового потоку за показниками визначеного прогнозованого періоду (крок 3).

На практиці використовуються різні способи розрахунку залишкової вартості. Розглянувши метод збільшуючого грошового потоку (*FCF, Growth Method*), що заснований на ймовірності, що вільний грошовий потік групи збільшуватиметься щороку постійними темпами без кінцевого періоду, так що залишкова вартість визначається так:

$$\text{Залишкова вартість} = \frac{FCF_{T+1}}{(WACC - g)} = \frac{FCF_T(1+g)}{(WACC - g)}, \text{ де}$$

FCF_{T+1} – нормальний вільний грошовий потік в перший рік після прогнозного періоду;

$WACC$ – середньозважена вартість капіталу;

g – очікувані темпи зростання вільного грошового потоку в безстроковій перспективі.

Швидкість темпів зростання можна розрахувати з використанням проформи або екстраполяції за даними зростання попередніх періодів.

Зважаючи на це потрібно враховувати, що більшість аналітиків вважають можливість постійного зростання недосяжною.

Для корпорації “РУТА” даний підхід, відносно до якого в пост прогнозному періоді група працюватиме без змін у робочому капіталі і не буде додаткових вкладень у капітальні інвестиції. В даному випадку, натомість показника вільного грошового потоку задіють показник EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization*) – прибуток до податків, амортизації і відсотків.

В такому разі формула визначення залишкової вартості буде такою:

$$\frac{\text{Залишкова вартість}}{\text{WACC}} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{WACC}} \quad (14)$$

Для корпорації “РУТА” залишкова вартість складає:

$$\frac{168\,801}{0,1554} = 507\,267 \text{ тис. грн.}$$

Визначення грошових потоків корпорації за прогнозований період (крок 4). Щоб обчислити грошові потоки за прогнозований період необхідно зробити наступні кроки по прогнозованих роках:

1. Оцінити прибуток до виплати відсотків і податків (ЕВІТ);
2. Вирахувати податок на прибуток;
3. Врахувати амортизацію;
4. Розрахувати і вирахувати приріст вартості робочого (оборотного) капіталу;
5. Розрахувати і вирахувати приріст необоротних активів.

Обчислення грошових потоків корпорації наведено у таблиці 5.

Останній крок (Крок 5) – це дисконтування грошових потоків і їх залишкової вартості за ставкою середньозваженої вартості капіталу. Розрахунок вартості корпорації «РУТА» методом дисконтування грошових потоків наведено у таблиці 5.

За даними таблиці, вартість компанії «РУТА» станом на кінець 2015 року складає:

GV = 414 459 тис. грн. або 82 млн. дол. (при курсі закриття 5,05 грн./USD).

Таблиця 5. Розрахунок вартості АТ «РУТА» методом дисконтування грошових потоків

Показник	Рік				
	2015	2016	2017	2018	2019
Дохід від реалізації	970000	1080000	1180000	1270000	1360000
ЕВІТДА	107383	126 344	140 572	154 246	168 800
Амортизація	(3 477)	(27 168)	(31 989)	(37 819)	(43 869)
ЕВІТ – прибуток % і податків	76906	99176	108583	116427	124931
податок на прибуток (ЕВІТ ставка)	(19227)	(24 794)	(27 146)	(29 107)	(31 233)
НОРАТ*	57 679	74 382	81 437	87 320	93 698
амортизація	30 477	27 168	31 989	37 819	43 869
Заміна оборотного капіталу	(24201)	(14 784)	(13 492)	(12 108)	(12 100)
Фінансовий потік від операційної діяльності	63955	86766	99934	113031	1254 68
Інвестиції	(17253)	(45 250)	(54 000)	(55 000)	(55 000)
Чистий грошовий потік	46 702	41 516	45 934	58 031	70 468
Залишкова вартість (Residal value)					507 267
Грошовий потік до	46 702	41 516	45 934	58 031	577 735

дисконтування					
WACC	0,1389	0,1473	0,1626	0,1598	0,1554
Чиста вартість (NPV) нинішня	414459				

NORAT - чистий прибуток від головної діяльності за вирахуванням скоригованих податків.

Чистий борг корпорації “РУТА” на цю дату становить:

$$ND = 58\,400 + 52\,371 - 8\,131 = 102\,640 \text{ тис. грн.}$$

Вартість акціонерного капіталу корпорації складає:

$$EV = 414\,459 - 102\,640 = 311\,819 \text{ тис. грн. або } 62 \text{ млн. дол.}$$

Модель дисконтованих грошових потоків – це один із головних інструментів оцінки ринкової вартості корпорації. Привабливість моделі оцінюється тим, що ця модель дозволяє дослідити невизначеність і ризики вартості корпорації, не змінюється щодня та для всіх компаній представляє їх теоретичну справедливу вартість. Для деяких корпорацій, зокрема в нових галузях економіки, це єдиний метод оцінки вартості.

Даний метод дисконтованих грошових потоків використовується, коли планується, що майбутні грошові потоки ненадійні і істотно відрізняються від поточних і можна детально спрогнозувати майбутні доходи. Прогнозовані майбутні доходи можна знайти як різницю майбутніх потоків доходів і витрат. Ця різниця є позитивною величиною для більшості прогнозних років, в тому числі останнього року прогнозного періоду.

Як недоліки застосування моделі дисконтованих грошових потоків можна відмітити:

- очікувані майбутні грошові потоки можуть виявлятися нереальними;
- дуже велика чутливість до помилки в останній рік прогнозу;

- в сучасних умовах вітчизняної практики існує велика невизначеність зі ставкою дисконтування;
- якість оцінки вартості в значній мірі залежатиме від правильного розуміння оцінюваного бізнесу, галузі, до якої належить корпорація, загальних економічних умов, а також якості прогнозування.

2.3. Розвиток системного підходу до формування механізму оцінки вартості корпорацій.

З вищевизначеного можна зробити висновок, що на сучасному етапі економічного розвитку Україна потребує дієвого вдосконалення та розробки у механізмах оцінки вартості корпорації. Відпрацювання механізму ринкової оцінки вартості корпорацій гарантуватиме її надійну і детальну оцінку, знаходження факторів впливу на вартість корпорацій, оцінку та підняття їх фінансово-корпоративного стану і побудови фінансових потоків корпорацій. Аналіз публікацій у періодичних виданнях, результатів авторефератів та дисертаційних робіт та офіційних документів дає змогу зробити висновок про неузгодженість поглядів щодо формування механізму оцінки вартості корпорацій.

Склалось декілька обґрунтованих думок щодо підходів до побудови механізму оцінки вартості корпорацій. Системний підхід можна розглянути як саме той спосіб дослідження підприємств, що мають спільну ціль, тобто систем, і який, як відомо, складається з системного аналізу об'єкта і системного синтезу його моделі, та поєднаний з урахуванням різноманітних конкретних мотивацій учасників. Ситуаційний підхід заснований на думці то, що пріоритетність методів оцінювання формується ситуацією. Процесний підхід трактує управління як серію безпосередніх взаємопов'язаних дій. Завдяки тому, що науковці розраховують широкий спектр факторів як у самій корпорації, так і у зовнішньому середовищі, то не існує єдиного «кращого» методу оцінки. Якщо брати до уваги конкретну ситуацію то найефективнішим методом є той, що найбільш повно відповідає її суті.

Вартісний підхід можна відмітити виділенням головних критеріїв у пошуках інвестиційної привабливості підприємства є зростання його вартості.

Має право на використання системно-елементний підхід та його формування через виявлення та розкриття складових елементів системи.

Властивостями системно-елементного підходу визначено такі критерії:

1. Цілеспрямованість – обґрунтування мети механізму, який розглядається (оцінка альтернативної вартості корпорації);

2. Цілісність, а саме визначення сутності поняття «механізму оцінки»;

3. Повне розкриття його теоретичного базису: принципів, функцій, факторів впливу та етапи формування механізму оцінки вартості;

4. Структуризація – аналіз властивостей системи, її елементів і зв'язків між ними в рамках структури (структуризація процесу оцінки вартості та організаційної компоненти взаємодії між суб'єктами оцінки);

5. Множинність і системність – використання в якості інструментарію різних методів – кластерний, множинної регресії, PEST-аналіз, експертні методи, нечітких множин тощо. Системність доводить, що будь-який об'єкт має всі ознаки системи.

Такий підхід до формування механізму оцінки корпорацій складається з етапів і полягає у визначенні процесу оцінки як структури індивідуальних взаємодій між усіма учасниками. Показано етапи налаштування механізму оцінки вартості, які наведені в додатку Б.

Представлені на рис. 2.1 «Етапи формування механізму оцінки вартості» мають такий вигляд:

Етап №1 це моніторинг нормативно-законодавчих документів. Важливо проаналізувати всю нормативно-законодавчу базу для подальшої роботи;

Етап № 2 характеризується діагностикою наявності механізму та потребі в його вдосконаленні. На цьому етапі важливе виявлення недоліків вже існуючого механізму або встановлення його відсутності для подальшого

формування;

Етап № 3 систематизує розробку структури механізму, який повинен включати всі елементи для його реалізації. Важливим є розробка критеріїв для усунення проблемних або спірних ситуацій (наприклад, узгодженість підходу, методу оцінки між всіма учасниками такого процесу);

Етап № 4 припускає впровадження результатів оцінки за розробленою структурою механізму, що складається з двох частин: апробації сформованого механізму та інтерпретації його результатів.

Сформовану структуру даного механізму оцінки вартості акціонерних товариств подано на мал.2.2. (**додаток В.**)

Механізм оцінки вартості акціонерних товариств, який показано на рис 2.2 було б правильно здійснювати завдяки визначенню об'єктів і суб'єктів оцінки і встановити компонент вказаного механізму.

Запропонований підхід до формування механізму оцінювання включає організаційну, методологічну, функціональну та практичну складові, які, у свою чергу, складаються з певних елементів. У цій моделі механізм дає уявлення про загальну концепцію оцінки компанії, а компоненти механізму визначають основні компоненти системи, що застосовує системний елементний підхід.

Ефективність механізму оцінки вартості має забезпечуватись покращенням законодавства у сфері регулювання ринку цінних паперів (РЦП) та діяльності корпорацій, створенням методичного інструментарію щодо оцінки фінансово - корпоративного стану та факторів їх впливу на вартість корпорацій. Елементи механізму оцінки акціонерних товариств реалізуються з використанням відповідної фінансової, інституційної та організаційної підтримки, яка може бути зосереджена на рівні самого підприємства та залучити його ззовні. Механізм оцінки вартості акціонерних товариств функціонує шляхом встановлення законодавчих вимог певними установами.

Наприклад, НКЦПФР – це національний регулятор ринку цінних паперів, що здійснює правове регулювання взаємовідносин учасників ринку та захищає інтереси інвесторів. Організація професійних учасників фондового ринку (УФТ), яка саморегулюється і веде активну участь у розробках, внесенні змін та наданні пропозицій до нормативних актів НКЦПФР, налаштовує ефективну співпрацю з державними органами, банківськими установами, фондовими біржами, депозитарними установами та іншими. Фонд державного майна вчиняють державне регулювання у сфері оцінки майна, проводить професійну оціночну діяльність, та дає оцінку майновим правам.

З огляду на це зрозуміло що, обов'язковим є створення інституційних умов для захисту прав акціонерів та інвесторів, що створює необхідність розвитку структури інститутів, їх взаємозв'язку.

Фінансове забезпечення механізму оцінки вартості корпорацій подано на рис. 2.3. «Інституційне та фінансове забезпечення механізму оцінки вартості» (додаток Д)

Як видно з рис. 2.3. для забезпечення реалізації механізму оцінки вартості необхідним є дотримання вимог нормативної бази, яка розроблюється відповідними установами (НКЦПФР, НБУ, Фондом державного майна).

Оцінка вимагає фінансових ресурсів та інформації про об'єкт. Замовником такого заходу є акціонерне товариство, а виконавцем - оцінювач, який складає цю оцінку на основі отриманих даних та ресурсів. З метою поглиблення впровадження механізму оцінки вартості акціонерного товариства необхідно удосконалити організаційну складову цього механізму.

Щоб уникнути суперечок про спірні правові та методологічні аспекти процесу оцінки необхідно визначити узгодженість дій між різними його учасниками, що може бути враховано у наступних аспектах: облік взаємодії між безпосередніми учасниками (сутності – продуктивність); З урахуванням взаємодії представників компанії, оцінювачів, біржі та держави.

Для створення взаємозв'язків між різними суб'єктами механізму, що розглядається, пропонується використовувати кластерний принцип.

Кластерний принцип – це унікальний і послідовний напрямок, що є найбільш ефективним і конкурентно спроможним та має перспективний напрямок між учасниками економічної взаємодії.

Послідовне формування механізму оцінки для акціонерного товариства може базуватися на поглибленому вивченні процесу оцінки та розкритті її елементів. Процес оцінки - це певний ряд дій, які виконує оцінювач під час визначення вартості об'єкта [53].

За результатами дослідження весь процес оцінки вартості підприємства на думку відомих науковців М. А. Федотової [53] , А. Г. Грязнової, В. Р. Кучеренко [139], складається з наступних етапів:

1. Попередній огляд та складання плану робіт, збір вихідної інформації про об'єкт оцінки.
2. Укладання договору на проведення оцінки вартості завдання визначення завдання.
3. Обґрунтування та вибір методології оцінки.
4. Використання методологічних підходів, методів і оцінних процедур.
5. Здійснення аудиторської перевірки та інвентаризація майна
6. Узгодження результатів оцінки, які отримані за рахунок застосування різних методичних підходів і методів.
7. Складання звіту підприємства та висновку про вартість об'єкту оцінки на дату проведення.
8. Затвердження і рецензування результатів про оцінку.

З вищерозглянутого матеріалу зрозуміло, що оцінка вартості є складним та трудомістким процесом, який складається із слідкуючих стадій (етапів):

Перший етап включає збір і аналіз даних, їх систематизація. Проведення аналізу для найкращого та найефективнішого використання інформації.

Другий етап визначає проблему – можна віднести слідуючі визначення: ідентифікація підприємства, визначення дати оцінки, формування функцій і цілей оцінки, ознайомлення замовника з обмежувальними умовами.

Третій етап – це попередній огляд корпорації та заключення договору на здійснення оцінки. Складання завдання на оцінку і розроблення календарного плану. Також важливе формування складу групи експертів, які будуть проводити оцінку.

Четвертий етап представляє вивчення кон'юнктури ринку, аналіз даних про виробництво, динаміка капіталовкладень, відомості про наявні замовлення, внутрішній товарообіг, зовнішня торгівля та дані кредитно фінансової системи, ціни.

П'ятий етап характеризується вибором методів оцінки та їх використання до конкретного об'єкту аналізу.

Науковець В.П.Корягін визначає процес оцінки вартості такими стадіями:

а) встановлення цілей оцінки вартості підприємства; б) обрання виду вартості; в) вибір методу оцінки вартості підприємства; г) вибір підходу до оцінки вартості підприємства.

Кінцевим етапом методики формування механізму прогнозування оцінки вартості – це є розробка комплексу стратегічних рішень на основі одержаних результатів оцінки альтернативної вартості щодо збільшення вартості корпорації. У залежності від заданої цілі здійснення оцінки обирається найбільш доцільна стратегія.

З вищенаведеного матеріалу та вивчення наукових праць і досліджень видатних науковців які навели різні методи оцінки ринкової вартості корпорацій та аналіз показників доводить, що кожен із методів оцінки має свої недоліки та переваги у використанні того чи іншого показника. Показники і методи оцінки мають обмеження сферою їх використання.

В результаті дослідження основних показників оцінки вартості корпорації узагальнено в базові методи оцінки.

РОЗДІЛ 3 . УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ПРОГНОЗУВАННЯ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ В УКРАЇНІ.

3.1. Вибір підходу до оцінки та удосконалення інструментарію прогнозування ринкової вартості корпорацій.

Проаналізувавши матеріал, що досліджувався у сучасних умовах ринкових відносин, можна зробити висновок, що оцінка вартості корпорації стає інструментом корпоративного управління. Практика показує, що велика кількість компаній обирають своєю основною стратегією підвищення вартості власного бізнесу. Модернізація функцій управління вартістю підприємства передбачає вдосконалення методології оцінки. Оскільки ефективність оцінки підприємства в цілому є інтегрованим виразом ефективності його системи, пропонується виділити основні фактори витрат і ризиків, які безпосередньо впливають на майбутню вартість корпорації. В результаті дослідження можна виділити традиційні підходи до оцінки та визначення вартості бізнесу і оцінити можливі варіанти подолання виявлених проблем при використанні моделей Ольсона та Блека – Шоулза.

Застосування стохастичних методів у визначенні вартості корпорації дають можливість проаналізувати проблеми у використанні основних підходів.

Гостра необхідність у вирішенні питання, що розглядається, закономірно привертає увагу певної кількості науковців і видатних економістів сучасності. Вивчення можливостей при застосуванні зазначених моделей до оцінки вартості бізнесу відображено в дослідженнях та наукових публікаціях Н. Іванова, Н. Іванової, Н. Герасимова, Ю. Лахшия, В. Меладзе, І. Мунермана, А. Перевозчікова, А. Грегори, П. Дешоу, Р. Слоана, Е. Хаттона та багатьох інших.

В теорії визначити вартість корпорації використовуючи слідувачі показники: балансова вартість підприємства за останні роки, ставки дисконтування, величина сплачених дивідендів, два емпіричні параметри, значення яких розраховуються за даними всього ринку, дозволяє модель Ольсона.

В інших країнах Європи де використовують міжнародні норми бух.обліку та американська система (GAAP) та (МСФЗ) міжнародні стандарти бухгалтерського обліку – використання даних бухгалтерського обліку для моделі Ольсона не має складнощів, тому що зазначені системи обліку коштів передбачають деяку регулярну оцінку зобов'язань підприємств та оцінку вартості активів. У нашій державі на даний час інша ситуація , тому що в бухгалтерській звітності місцевих підприємств вартість активів не відповідає їх ринковій вартості. Саме тому при використанні моделі Ольсона існує декілька питань, а саме як потрібно розуміти вартість активів (ринкову, бухгалтерську) – це по-перше , а по-друге, яку ставку дисконтування брати за увагу проводячи розрахунки для грошового потоку, чистого прибутку чи дивідендів.

В дослідженнях українських науковців конкретної відповіді на це питання немає. Здебільшого як вартість активів та зобов'язань використовуються бухгалтерські показники активів та пасивів. Такий «теоретичний » підхід до використання моделі Олсона не співмірний з його можливостями та кінцевою метою. Зарубіжні автори провели широкі емпіричні дослідження щодо можливостей застосування синтетичних моделей до оцінки бізнесу. Відзначимо, зокрема, спільну роботу П. Дешоу, Е. Хаттона та Р. Слоана, в якій він аналізує параметри моделі Олсона для американського ринку, основою застосування цієї моделі є дані бухгалтерського обліку.

Другою синтетичною моделлю оцінки бізнесу є модель Блека-Шоулза, яка базується на теорії опціонів для оцінки бізнесу. У цьому випадку суть опціону полягає в тому, що так звана компанія «продає» свої активи кредиторам з правом їх викупу за ціною боргу протягом певного періоду часу. Відповідно до моделі BlackShowles, цінність цієї опції полягає у вартості бізнесу. В рамках моделі Блека –Шоулза для визначення вартості корпорації формула для оцінки опціонів. Згідно неї вартість корпорації це функція з п'яти змінних:

1. Вартість активів
2. Вартість зобов'язань
3. Безризикова ставка
4. Дюрації (середньозважений обіг) боргу
5. Середньоквадратичне річне ринкове відхилення вартості акцій.

При формуванні бухгалтерської звітності у відношенні до умов систем обліку ГААН та МСФЗ більшість проблем, які пов'язані з визначанням параметрів моделі не виникає. Загалом на практиці модель Блека-Шоулза (Black-Scholes Option Pricing Model) досить зручна, і враховує низку параметрів та вимагає більше навичок і досвіду для визначення коректних результатів. Кожен елемент легко оцінюється при використанні порівняльного підходу окрім дебіторської заборгованості. Остання вимагає детального аналізу та оцінки за індивідуальними контрагентами, термінами і платоспроможністю.

Відповідно до положень Національного стандарту оцінки 1 «Загальні принципи оцінки майна та майнових прав», витратний підхід - сукупність методів оцінки, заснованих на визначенні витрат, необхідних для відтворення або заміни компонента оцінки з урахуванням у вартісному підході широко використовується метод чистих активів, а іноді й метод ліквідаційної вартості.

При проведенні визначення величини вартості корпорації методом чистих активів використовують дані бухгалтерської звітності. Важливо не переоцінити активи підприємства при визначенні величини вартості корпорації.

Також в складі активів потрібно врахувати вартість нематеріальних активів. З одного боку всі дані бухгалтерської звітності містять всі позиції які використовуються методом чистих активів, але насправді ці дані потрібно використовувати лише як початок для отримання вартості активів та пасивів.

Згідно національних стандартів бухгалтерського обліку (П(С) БУ 7 «Основні засоби») не передбачено проведення обов'язкової періодичної переоцінки основних засобів підприємств. В даному стандарті пояснено, що

«підприємство може переоцінювати об'єкт основних засобів, якщо залишкова вартість цього об'єкта суттєво відрізняється від його справедливої вартості на дату балансу». На практиці корпорації в Україні переоцінюють власні наявні основні засоби, однак цей процес не має чіткої послідовності. Нематеріальні активи підприємства приносять найбільше проблем при визначенні ринкової вартості активів. Загалом ця нематеріальні активи не враховуються підприємствами взагалі, незважаючи на використання їх у практичній діяльності. Визначення вартості бізнесу за методом чистих активів, що включає нематеріальні активи, означає, що оцінювач фактично виходить за рамки витратного підходу. Варіант оцінки нематеріальних активів виключно за вартісним підходом не завжди можливий, оскільки для оцінки деяких активів необхідна інформація про результати діяльності компанії. Наприклад, для оцінки бренду найчастіше є найважливіші показники фінансово-господарської діяльності компанії. Якщо його вартість становить значну частину загальних активів компанії, то стає очевидним обхід витратного підходу. В даному випадку оцінка підприємства здійснюється в рамках певної синтетичної моделі оцінки, загальний алгоритм якої можна описати формулою: дохідний підхід (нематеріальні активи) + вартісний підхід (інші активи).

Все це можна розглянути за допомогою моделі Ольсона. В результаті її використання вартість чистих активів корпорації коригується на величину від якої залежить фінансова діяльність підприємства. Цю величину можна вважати аналогічною переоцінці нематеріальних активів компанії з тією лише різницею, що окрім переваг компанії, які можна вважати нематеріальними активами, параметр моделі Олсона може мати й інші переваги, які традиційно не є нематеріальними активами.

В результаті дослідження використання даних бухгалтерської звітності в рамках витратного підходу можна виділити слідкуючі питання: неврахування різного рівня ліквідності активів підприємства. Даний підхід використовує дані про активи корпорації не враховуючи ліквідність. При використанні

методу чистих активів загальна вартість активів підприємства визначається шляхом додавання їх переоціненої вартості. Це означає, що при визначенні загальної вартості активів підприємства ліквідність усіх активів вважається рівною. Тому ліквідність нерухомого майна підприємства та коштів на його рахунках слід вважати незмінними.

При використанні витратного підходу виявляються такі недоліки : неврахування поточних і очікуваних доходів компанії, що оцінюється, неврахування ефективності використання активів корпорації, неврахування динаміки зміни вартості її активів. Ці незначні проблеми можна вирішити при використанні моделі Олсона, адже в межах цієї моделі проблеми витратного методу компенсуються методами дохідного підходу. У процесі використання витратного підходу неврахування дюрації кредиторської та дебіторської заборгованості усуваються при використанні моделі Блека- Шоулза. Витратний підхід – це основа для даної синтетичної моделі оцінки бізнесу. При використанні дохідного підходу потрібно обґрунтувати величину вартості капіталу а саме ставки дисконту. Можна використовувати різноманітні методи і моделі при розрахунку ставки дисконту, але кожна має свої особливості.

При використанні моделі оцінки капітальних активів (САРМ) потрібно розібрати такі показники:

- 1.Ринкову премію на ризик (MRP)
- 2.Величину систематичного ризику (β).
3. Безризикову ставку (R_f).

При використанні даних показників формула САРМ має слідкуючий вигляд:

$$R = R_f + \beta MRP$$

При використанні даної формули враховується лише систематичний ризик корпорації. При даній величині потрібно врахувати наступні чинники: а) наявність головної фігури в компанії; б) розміри самої компанії; в) територіальна диверсифікація; г) історія розвитку компанії; д) особливості розвитку бізнесу.

Надалі проаналізуємо проблеми порівняльного методу. Згідно до стандартів оцінки цей метод представлений сукупністю методів оцінки об'єктів власності.

При використанні порівняльного підходу використовуються різні мультиплікатори наприклад ціна компанії/обсяги продажу; ціна компанії-валовий прибуток, ціна компанії – дивіденди. При використанні даного методу варто оцінити компанії аналоги. Важливо при використанні порівняльного, адже дохідні мультиплікатори – це функції ризику. В використанні цього методу слід детально вивчити ризики характерні для об'єкту оцінки. Якщо цього не робити, то це може привести до неточних і спотворених результатів у визначенні величини вартості об'єкту оцінки. Цей підхід використовуються на практиці для оцінки здебільшого великих корпорацій.

В результаті проведених досліджень і аналіз підходів до оцінки вартості бізнесу дає змогу зробити наступні висновки: моделі Ольсона та Блека- Шоулза мають право на практичне використання у сучасному стані економіки, та можуть використовуватися для узгодження результатів, які отримуються за рахунок традиційних підходів; проблеми, які виникають при використанні традиційних підходів при прогнозуванні ринкової оцінки вартості корпорацій можна здолати при застосуванні синтетичних моделей для оцінки вартості.

3.2. Перспективи розвитку оціночної діяльності в Україні та шляхи підвищення її ефективності.

Одним з вагомих елементів зовнішньої сфери в корпоративному управлінні є державне регулювання корпоративного сектора. Розвиток ринкової оцінки вартості корпорацій має перспективи у системі державного регулювання діяльності корпорацій та вплив на її вартість в Україні. Не завжди цей вплив має збалансований та системний характер.

В Україні державне регулювання в сфері корпоративного сектора та контролю за діяльністю задіяних учасників корпоративного сектора проводять: Антимонопольний комітет, державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, фонд державного майна та ін. у межах своїх повноважень. Керівництво в сфері державного корпоративного сектору в Україні можна поділити на три блоки:

- 1) формування загальної нормативно правової бази функціонування економіки.
- 2) пряме управління державними підприємствами.
- 3) управління певною державною часткою статутного фонду господарських товариств.

Процеси приватизації та корпоратизації призвели до суттєвих змін в економіці України. Угоди купівлі та продажу підприємств, злиття та поглинання набули непоодинокого характеру. Це викликало величезну потребу в методологічних та людських ресурсах для опрацювання значних обсягів інформації, визначення вартості об'єктів інвестування, оцінки доцільності інвестування, здійснення оцінки інвестиційної привабливості акцій.

Проте, враховуючи те, що ця сфера не є для України зовсім новою, існує ряд проблем, що перешкоджають її активному розвитку. В першу чергу, український ринок зустрівся з нестачою кадрів, недостатньою кількістю фахівців, що мають необхідні знання та досвід для проведення необхідного

фінансового аналізу корпорацій, оцінки ефективності інвестиційних проектів. Розглянувши факти, щодо найпоширенішою формою організації корпорації в державі визнано договірне об'єднання, яке створене на основі поєднання виробничих, комерційних і наукових інтересів підприємств, що об'єдналися, з наданням їм окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації. Державні і комунальні господарські об'єднання створюються переважно у формі корпорації або концерну в незалежності від найменування об'єднання (комбінат) то і найбільш популярним інструментом для інвестицій стала акція і відповідно найважливішою задачею стала її оцінка.

Проблеми з оцінки інвестиційної привабливості корпорації в першу чергу пов'язані із значним рівнем невизначеності, асиметричністю інформації, нестабільністю політичного та економічного становища. Оскільки процес оцінки базується на використанні історичних та прогнозованих даних їх точність та актуальність є надзвичайно важливими. Але нажалі інформаційна інфраструктура фондового ринку в Україні ще недостатньо розвинена

В державі відсутня єдина інформаційна бази на зразок Bloomberg, Reuters чи Thomson. Тобто у країні ще не створено інформативну базу, яка б об'єднувала інформацію підприємств різного характеру. Звичайно при створенні таких баз даних залучають професійних аналітиків, які також беруть участь в обробці даних, формуванні висновків та рекомендацій для інвесторів. Необхідно зауважити, що такі бази даних також мають інформативні платформи, що відображають новини, необхідні для прийняття інвестиційного рішення. На сьогодні новини можна отримувати виключно із інформаційних джерел, проте не із баз даних.

В Україні відсутні бази даних з проведених операцій злиття та поглинання. Інформацію можна отримати із інформаційних джерел, але не

існує агрегованих баз даних. В результаті консолідації інформації із різних джерел постає проблема із уніфікацією даних, так як інформація доволі часто є неоднорідною, різною, а інколи і суперечною. Таким чином необхідним завданням постає створення національної інформативної бази, яка б об'єднувала інформацію по емітентам цінних паперів, операції злиття та поглинання, новини та іншу інформацію, яка може стати необхідною для інвестора у прийнятті рішення. Крім того бажано, щоб така база даних містила не лише виключно інформативні дані, а також роз'яснювальну інформацію, рекомендації незалежних аналітиків, автоматизовану систему розрахунків коефіцієнтів та мультиплікаторів.

Також в результаті консолідації інформації із різних джерел значно зростають проміжні витрати інвестора чи учасника інвестиційних відносин з приводу отримання та аналізу інформації. Збір і обробка наявної інформації вимагає значного часу, протягом якого інформація змінюється та оновлюється, що впливає на точність результатів проведеної роботи.

Діяльність корпорацій в Україні регулюється господарським кодексом України та іншими супутніми нормативно-правовими актами держави. Утворення корпорації може потребувати попередньої згоди Антимонопольного комітету України відповідно до Положення про концентрацію

Проблемою для України також постає відсутність даних по секторах економіки. Так, вітчизняне законодавство визначає нормативні значення коефіцієнтів взагалі. Проте, на нашу думку, це не є логічним. Адже значення показників повинні формуватися відповідно до сектору економіки, галузі чи підгалузі.

В результаті досліджень даного питання можна зробити висновок, що для інвестора проблемою постає питання отримання як актуальної інформації, так і історичних даних. Так, навіть при відсутності українських баз даних, можна отримати інформацію про емітентів. Достатньо великі обсяги інформації

присутні на національному сайті smida.gov.ua. Проте, інформація по емітентам надається неповністю коректно. Так, протягом року інформація надається за квартали. Коли з'являється інформація за півріччя, то інформація за квартали замінюється на інформацію за півріччя. Коли є інформація за рік, то інформація за півріччя замінюється річною інформацією. В результаті таких некоректних дій інвестор не матиме можливості оцінити діяльність корпорації по відношенню до періоду часу минулого року, який його цікавить, так як інформація була видалена та заміщена.

Для проведення детального дослідження фінансового стану підприємства, із врахуванням змін у корпоративному управлінні, зміні власників, зміні структури мажоритарних власників, політики збуду і т.д. інвестору необхідно володіти історичними даними. Такі дані в Україні також інвестору отримати важко. Національний сайт smida.gov.ua не містить історичних даних, які б охоплювали дані із початку діяльності компанії.

З огляду на вище викладене для вирішення проблем пов'язаних з інформаційно-програмним середовищем необхідно провести ряд заходів. Одним з пріоритетних кроків повинно бути наступне - це покращення рівня програмного забезпечення функціонування фондового ринку для подальшої стабільності роботи систем та надійного рівня захисту інформації. Зрозуміло, що це впливає на захищеність від ризиків шахрайства чи зловживань на фінансовому ринку.

Безпека транзакцій та інформації про інвесторів є основою для забезпечення довіри до фондового ринку в цілому.

Для виконання цього завдання необхідно ініціювати та підтримувати процеси підвищення якості програм Державної комісії з цінних паперів та фондової біржі.

Україна має великий потенціал у сфері інформаційних технологій, з високим кількісним та якісним рівнем кадрів, і не має перешкод для вирішення цих

проблем національною економікою. Державна підтримка для створення української торгової платформи надасть можливість трейдерам доступ до котирувань в реальному часі, графічних інструментів, новинних стрічок та навіть до преміум-аналізу. Деякі платформи можуть бути спеціально пристосовані до торгівлі якимось конкретним видом активів — акціями, облігаціями, опціонами або ф'ючерсами.

З огляду інформаційного забезпечення, робота зі стандартизації, укрупнення та гармонізації інформації має бути серед пріоритетних заходів. Це вимагає встановлення більш жорстких вимог до розкриття інформації та своєчасності звітності емітентів.

Тому, що поточна вартість акцій визначається ринком, вона тісно пов'язана з фондовим ринком. Багато в чому рівень розвитку фондового ринку відображається в процесі оцінки інвестиційної привабливості компанії. Але, на жаль, український фондовий ринок, який працює з часів незалежності України, не досяг значних результатів у своєму розвитку. На ПФТС масштаби операцій залишаються незначними. Дійсно ліквідних акцій дуже мала кількість. Ринок схильний до штучних коливань, що спричиняють здійснені операції окремих суб'єктів.

В державній практиці відстаючого ринку фондовий ринок реагує не відразу або зовсім не реагує на новини емітентів. Таким чином, для інвестора важко передбачити поведінку вартості акцій. Внутрішній ринок не чутливий до новин, подібних до європейського чи американського фондового ринку, оскільки ціни на акції змінюються не лише на новинах, безпосередньо пов'язаних з емітентами, а й на основі загальних економічних новин, загальнополітичних та незвичайних новин.

Важливим кроком є приведення національного законодавства у належний стан, створення прозорого оподаткування з пільговими ставками, що покращить вплив на ринкову вартість корпорацій, а також підвищить інтерес іноземних інвесторів. Відповідно до проведеного дослідження категорія „інвестиційна привабливість акцій” зустрічається у наукових статтях та

публіцистичних статтях. Проте ця категорія не закріплена законодавчо. На мою думку такий підхід не є виваженим та раціональним. Також нагальним питанням є приведення національних стандартів оцінки до міжнародних стандартів.

Важливо змінити відношення державної влади до фондового ринку, надати правову та податкову підтримку комерційних платформ, які орієнтовані на денних трейдерів і роздрібних інвесторів. Таким платформ притаманні простота використання та наявність ряду корисних функцій: наприклад, інструментів для побудови графіків, навчання інвесторів і проведення досліджень, а також новинні стрічки. З іншого боку, реквізитні платформи — це суто індивідуальні інструменти, розроблені великими брокерами відповідно до їхніх особистих вимог і стилю торгівлі. Фондовий ринок давно став центром ринкової економіки та ціноутворення в усьому світі й Україні потрібно йти в напрямку до отримання нових джерел прибутку. Інвестиції в акції та торгівля на фондовій біржі дають чималий прибуток, але така діяльність пов'язана зі значними ризиками.

Вчасне прогнозування прибутку від купівлі і продажу акцій корпорацій ускладнюється додатковими факторами. В нашій державі відсутня можливість купувати і продавати цінні папери без ліцензії торговця цими паперами. Саме тому, в першу чергу майбутньому інвестору необхідно укласти договір з брокером. Власне кажучи, це й потребує додаткового державного регулювання, пом'якшення умов праці для приватних інвесторів, створення більш інтуїтивно зрозумілих платформ для торгівлі. Так як економіка країни нестабільна, то такі негативні фактори як інфляція, нестабільність політики НБУ, нестабільність зовнішньоекономічних векторів країни та інших сприяють ускладненню прогнозів. В Україні також відсутня база даних із розрахованими бета-коефіцієнтами для компаній, відсутні історичні дані. В середньому виходить, що не менше третини отриманого прибутку при купівлі акцій корпорацій йде на оплату послуг посередників та сплату податків, а саме

висока вартість обслуговування не дає змоги фізичній особі в повній мірі отримувати прибуток від торгівлі акціями. Недосконалість існуючих реально працюючих електронних документів на грамотних торговельних платформах змушує кожен крок інвестора заповнювати безліч документів, які вимушені передавати в різні контролюючі та регулюючі органи. Завдяки таким складностям визначення правильних грошових потоків та розрахунку вартості капіталу, важко достеменно оцінити ризик для розрахунків вартості капіталу, отримані результати оцінки можуть бути недостатньо вагомими для інвестора. З іншої сторони сам фондовий ринок України не є повністю сформованим. В такій ситуації інвестору складно прогнозувати поведінку вартості акції незалежно від адекватності результатів оцінки. Тобто відповідно до моделі вартість акції може бути оцінена правильно, але ринок її оцінює по-іншому. В такому разі очікування інвестора можуть не співпадати із дійсністю фондового ринку. Складність прогнозувань також полягає у нестабільній дивідендній політиці компаній. В результаті нестабільної дивідендної політики постає проблемним питання прогнозування розвитку корпорації. В Україні рівень волатильності ринку високий, бюрократично складний і інформаційно недосконалий, тому важко зробити вибірку по корпораціям, які б максимально відповідали майбутнім прогнозам в отриманні прибутку. Україні необхідно переходити до використання комбінації методів оцінки. Важливо надавати перевагу тим методам які є дієвими і не мають впливу на власні погляди оцінювача та інтереси інвестора.

ВИСНОВКИ

В процесі виконання магістерської роботи було вивчено методи прогнозування ринкової вартості корпорацій, ознайомлення з нормативними документів, що регулюють питання науково-дослідної діяльності в Україні щодо прогнозування ринкової вартості корпорацій. Результатом виконаної роботи є вирішення науково – практичних завдань щодо формування механізму оцінки вартості, завдяки збору та обробці практичного та інформаційного матеріалу стосовно основних фінансових показників на ринку корпорацій та вивчення особливості підходів до оцінки їх вартості.

Основні цілі магістерської роботи це дослідження українського та зарубіжного досвіду здійснення оцінки вартості корпорації. Визначити основні методи оцінювання фінансового стану та ринкової вартості корпорації в Україні, проаналізувати необхідну інформацію для їх здійснення

В магістерській роботі рекомендовано використовувати різні принципи та функції механізму в ринковій оцінці вартості бізнесу з метою формування теоретичної основи механізму для дієвої оцінки вартості акціонерних товариств, що допоможуть зрозуміти сутність, зміст та взаємозв'язок його елементів і компонентів у цілому. В процесі дослідження зроблено певні висновки, щодо принципів механізму оцінки вартості, які дозволяють врахувати найважливіші фактори та елементи, за допомогою яких функціонує механізм. Можливості механізму визначають цільове призначення системи оцінки вартості корпорацій.

Наведено структурування основних елементів механізму оцінки вартості корпорацій, що дає реальну можливість визначити напрямок дій суб'єктів оцінки та в повній мірі розкрити та використати на практиці основні етапи впровадження запропонованого механізму.

У межах реалізації такого механізму запропоновані загальні положення

процесу оцінки вартості, що розкриває системність та комплексність підходу до її оцінки. Доведено, що застосування механізму оцінки вартості корпорації спрямовано на отримання синергетичного ефекту від врахування організаційної компоненти взаємодії між суб'єктами оцінки і підкреслює значимість та ґрунтовність авторського подання змістовного розуміння поняття «механізму оцінки вартості корпорації».

В умовах фінансової глобалізації для будь-якої корпорації динаміка внутрішніх оцінок вартості є одним з основних критеріїв якості прийнятих управлінських рішень. Зростання ринкової вартості корпорації сприяє зростанню добробуту інвесторів, що, у свою чергу, стимулює позитивні очікування потенційних інвесторів і сприяє подальшому збільшенню ціни акцій даної корпорації. Водночас необхідність бачення перспектив розвитку корпорації, її конкурентоспроможності в середовищі міжнародного бізнесу об'єктивно вимагає використання сучасних підходів і методів оцінювання вартості корпорації та визначення її внутрішньої (справедливої) вартості. Не варто ототожнювати поняття ринкової капіталізації та внутрішньої вартості компанії, оскільки на рівень ринкової капіталізації (ринкової вартості) впливає значна кількість ціноутворюючих факторів, особливо очікування ринку щодо перспектив розвитку корпорації – об'єкта оцінки. У свою чергу, справедлива вартість - є прогнозом можливості компанії генерувати грошові потоки у майбутньому, а, отже, отримання інвесторами доходів у наступних періодах.

В результаті дослідження проведеного при вивченні теми магістерської роботи, можна зробити наступний висновок: нажаль вітчизняний ринок цінних паперів (акцій) значно відстає у розвитку від ідентичних ринків розвинених країн Європи та США внаслідок вагомих обмежень в його формуванні. На вітчизняному ринку цінних паперів торгівля акціями відбувається переважно на позабіржовому ринку а сам ринок за структурою обсягів торгів фактично є ринком державних облігацій.

В представленій роботі визначені напрямки для дієвого вдосконалення місцевого ринку цінних паперів, що дадуть реальну можливість більш точно прогнозувати ринкову вартість корпорацій, та контролювати ціну. Шляхом розробки чіткої і зрозумілої законодавчої бази можливе становлення ліквідного, надійного та прозорого національного ринку цінних паперів. Для ефективного розвитку ринку цінних паперів, який дасть змогу прогнозувати вартість корпорацій потрібна мобілізація та перерозподіл наявних фінансових ресурсів, що значно впливає на все ефективне функціонування фінансової системи.

В Україні рівень волатильності ринку високий, бюрократично складний і інформаційно недосконалий, тому важко зробити вибірку по корпораціям, які б максимально відповідали майбутнім прогнозам в отриманні прибутку. В цілому існує необхідність в переході до використання комбінації методів оцінки. Найкраще для задовільного результату – це надання переваги тим методам, які є фактичними і на які не можуть вплинути особисті погляди оцінювача або інтереси власника, інвестора або інших зацікавлених осіб.

Список використаних джерел

1. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер.с англ. /Научн. ред. перевода И.И. Елисеева. Гл. редактор. Я.В. Соколов – М.: Финансы и статистика, 1996.-с. 203-245.
2. Уманців Г.В. Холдингові компанії та промислово-фінансові групи у сучасній економіці – К.: Віра-Р, 2002.- с.214-229.
3. Феррис, Кеннет, Пешеро Барбара Пети. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003 – с. 98.
4. Хелферт Э. Техника финансового анализа / Пер. с англ. под ред. Л. П. Белых. – М.: Аудит, КОНИТИ, 1996. – с. 500.
5. Barker P., Ó hÓgartaigh C. Accounting for groups: Theory and Practice. – Dublin: Oak Tree Press, 1998 – p. 302.
6. Holmes G. & A. Sugden. Interpreting Company Reports and Accounts, Prentice Hall, 1997. – p. 30.
7. Young D., O'Byrne S. EVA and value-based management: a practical guide to implementation – McGraw-Hill, 2001 – p.24.
8. Маршалл А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. – М.: «Директмедиа Паблицинг», 2008. – 994 с.
9. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? / Ф.Модильяни, М.Миллер – М.: Дело, 2001. – 272 с.
10. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент / Т.В. Теплова – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – 504 с.
11. Шарп У. Инвестиции / У.Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли . – М.: Инфра-М, 2001. – 1028 с.

12. Stewart G. The Quest for Value: a Guide for Senior Managers / G. Stewart – New York: Harper Collins Publishers, 1991.
13. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления / И.А. Егерев – М.: Дело, 2003. – 480 с.
14. Penman S.H., Sougiannis T.A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation / S.H. Penman, T.A. Sougiannis – California: Haas School of Business, University of California, 1995. – 560 p.
15. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Д. Мурир – М.: Олимп-бизнес, 1999. – 560 с.
16. Безбородова Т. В. Сучасні підходи до оцінювання ринкової вартості промислового підприємства / Т. В. Безбородова // Економіка. Управління. Інновації. – 2011. – №1(5). – С. 34-38.
17. Біломістний О.М. Механізм кредитування малого бізнесу : дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / О. М. Біломістний. – Суми. – 2012. – 209 с.
18. Бланк И.А. Управление финансовыми рисками / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2007 – 600 с.
19. Большой экономический словарь / Под. ред. Азрилияна А. Н. – М.: Институт новой экономики, 2011. – 1472 с. 17.
20. Борщук І. В. Ринкова вартість капіталу компанії та її акцій / І. В. Борщук // Науковий вісник НЛТУ України. – 2009. – Вип. 18. – С. 252-259.
21. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2012. – С. 759-787.

22. Брегхен Ю. Оценка стоимости бизнеса в условиях трансформационной экономики / Ю. Брегхен // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 5. – С. 15-21.
23. Бусов В. И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): / В. И. Бусов, О. А. Землянский / Под общ. ред. В. И. Бусова. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство Юрайт, 2015. – 382 с.
24. Бутенко Д. С. Розвиток інструментів біржового фондового ринку як необхідна умова забезпечення конкурентоспроможності торгівельної інфраструктури національного фондового ринку /Д. С. Бутенко // Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку: зб. тез Всеукр. наук.- практ. конф. – К. : Криниця. – 2013 – С. 117-120.
25. Бутко М. П. Методологічні аспекти кластеризації промислового комплексу регіону / М. П. Бутко, Г. М.Самійленко // Економіка і держава. – 2010. – № 2. – С. 38–43.
26. Вакульчик О.М. Механізм оцінки результативності діяльності підприємств з корпоративним управлінням : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : [спец.] 08.06.01 / О.М.Вакульчик ; Нац.металург.акад.України. - Дніпропетровськ, 2004. - 35 с.
27. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса / С. В. Валдайцев. – М. : ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 576 с. 28. 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.

29. Васильєв О. В. Особливості взаємозв'язку між економічним розвитком регіону і його фінансовою інфраструктурою / О. В. Васильєв // Інноваційна економіка. – 2013. – № 5 (43). – С. 123-128.
30. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления / И. А. Егерев. – М. : ДЕЛО, 2003. – 480 с.
31. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т. 1. / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – 864 с.
32. Економічна статистика по діяльності підприємств [Електронний ресурс]. Державна служба статистики України (сайт). – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
33. Елисеєв В. М. Класифікація видів стоимости / В. М. Елисеєв // Вопросы оценОценка бизнеса [текст]: [учебник]/ под ред. А. Г. Грязновой, М. Е. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 736 с.ки. – 1998. – № 1. – С. 56-60
34. Кузнецов И.А. Оценка стоимости компании методом рыночных сравнений на развивающихся рынках капитала: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / И.А. Кузнецов/ Государственный университет – Высшая школа экономики. — М, 2009. — 27 с.
35. Посібник з оцінки бізнесу в Україні [текст]: [підручник]/ за ред. Я. І. Маркуса. – К. : Міленіум, 2002. – 320 с.
36. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [текст]: [підручник]/ Р. Брейли, С. Майерс.; пер. с англ. – М. : ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1997. – 1120 с.
37. Потенціал і розвиток підприємства: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. [текст]: [підручник]/ [Б. Є. Бачевський, І. В. Заблодська, О. О. Решетняк]. - К. : Центр учбової літератури, 2009. - 398 с.

38. Почему прогнозам украинских инвестаналитиков доверять нельзя, но приходится [Электронный ресурс]//Investfunds Ua Информационный портал о личных инвестициях и финансах: [сайт]. – Режим доступа: <http://investfunds.ua/news/pochemu-prognozam-ukrainskih-investanalitikov-doveriyat-nelzya-no-prihoditsya-42870/>– Назва з екрана.

39. 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] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступа: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0214-98> – Назва з екрана.

40. Ринок цінних паперів: системний аналіз підприємницької діяльності [текст]: [навч. посіб.] / [А. М. Асаул, М. П. Войнаренко, Н. А. Пономарьова]. – Хмельницький: ІНТРАДА, 2009. – 487 с.: іл., табл.

41. Тарасова О.В. Аналіз методів оцінки вартості компанії при злитті та поглинанні [текст] / О.В.Тарасова // Вісник соціально-економічних досліджень, – 2012. – випуск 1 (44). – С. 367-373

42. Теплая Н.В. Оценка бизнеса [текст]: [учебное пособие] / Н.В. Теплая. – Сургут: ИЦ СурГУ, 2009. – 193 с.

43. Тьюлз Р. Фондовый рынок [текст] / [Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т.]; пер. с англ. – [6-е изд.]. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 648 с.

44. Цінні папери [текст]: [підручник] / [В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін.]; за ред. В.Д. Базилевича. — К. : Знання, 2011. – 1094 с.

45. Щукина Л.Г. Влияние корпоративных конфликтов на эффективность управления и стоимость компании: обзор теории и эмпирических свидетельств [текст] / Л.Г. Щукина // Журнал “Корпоративные финансы”. — 2009. — № 4(12). — С. 116-1

46. Тарасова О.В. Аналіз методів оцінки вартості компанії при злитті та поглинанні [текст] / О.В.Тарасова // Вісник соціально-економічних досліджень, – 2012. – випуск 1 (44). – С. 367-373

47. Щербаков В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова – М. : Омега-Л, 2006. – 288 с.
48. Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости / О.Н. Щербакова // ФМ. – 2005. – № 3. – С. 46-54.
48. Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004. – 332 с.
49. Юзьков Л. П. Государственное управление в политической системе развитого социализма / Л. П. Юзьков – К.: КЮИП, 1983. – 155 с.
50. Яремко І. Й. Оцінка ринкової вартості підприємств: порівняльний підхід / І. Й. Яремко // Науковий вісник НЛТУ України. Зб. наук.-техн. пр. – 2005.– С. 311–315
51. Шапкин А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. 2-е изд. / А. С. Шапкин – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и КО», 2013. – 546 с.

ДОДАТКИ