

ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ СЕМЕНА КУЗНЕЦЯ МІНІСТЕРСТВА ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ СЕМЕНА КУЗНЕЦЯ МІНІСТЕРСТВА ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису


АЛЕЙНІКОВА НАТАЛІЯ МИКОЛАЇВНА

УДК 334.722.8:336.741.231 (043.5)

ДИСЕРТАЦІЯ
ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ
ТОВАРИСТВ

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит
Економічні науки

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук
Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на інше джерело


(підпис, ініціали та прізвище здобувача)

Науковий керівник
Сердюков Костянтин Георгійович,
кандидат економічних наук, доцент

*Дисертація є ідентичною іншим
примірникам дисертації*
Вчений секретар спеціалізованої
вченої ради Д 64-055.02
№02071211
к.е.н.  І.М. Геращенко

Харків – 2018

АНОТАЦІЯ

Алейнікова Н.М. Формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук (доктора філософії) за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит (08 – Економічні науки). – Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця, Харків, 2019.

Дисертація присвячена комплексу питань, пов'язаних із розвитком науково-теоретичних положень, розробкою та обґрунтуванням методичного забезпечення та практичних рекомендацій щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

На основі узагальнення теоретичних підходів вдосконалено визначення поняття «механізму оцінки вартості акціонерного товариства» як сукупності принципів, функцій та методів, що забезпечують дію організованої складної системи оцінки, кінцевим результатом якої є визначення альтернативної вартості акціонерного товариства в умовах функціонування ринку цінних паперів. Під альтернативною вартістю акціонерного товариства визначено його можливу вартість (або вартість акцій) з урахуванням коригуючих коефіцієнтів факторів впливу, що мінімізує недо- або переоцінку вартості акціонерного товариства.

Встановлено, що оцінка вартості є певною послідовністю дій та доведено, що мета оцінки безпосередньо залежить від вибору певного виду вартості, який оцінюється – від ринкової та інвестиційної до специфічних видів вартості. Обґрунтовано, що достовірно визначена величина вартості акціонерного товариства є основою для підвищення його фінансового стану та інвестиційної привабливості.

Визначена структура процесу оцінки вартості акціонерних товариств та зв'язок основних видів вартості з метою такої оцінки. Дослідження методів та підходів оцінки вартості довели, що їх вибір залежить від багатьох факторів, кожен з них не має принципових переваг перед іншими бо має свої негативні та

позитивні риси.

За допомогою контент-аналізу встановлено значну кількість принципів оцінки вартості та недостатню визначеність її функцій, що дозволило розвинути теоретичний базис механізму оцінки вартості в частині його принципів та функцій. З метою формування комплексного підґрунтя для реалізації механізму оцінки вартості акціонерних товариств доповнено такі принципи: алгоритмічності, адаптації, синергії, витрати-вигоди, суттєвості, комплексності та системності. Функціями цього механізму визначено: інформаційну, аналітичну, контрольну, управлінську, зворотного зв'язку, організаційну.

Визначено, що оцінка вартості акціонерного товариства, заснована на підходах і методах оцінки, до яких застосовується системний підхід. З метою розкриття підходів для оцінки вартості акціонерного товариства з позиції системи наведена їх узагальнена характеристика.

Відсутність систематизації ознак класифікації факторів вартості, фрагментарність їх виокремлення за видами, неврахування кількісного та якісного їх складу від мети оцінки визначила необхідність їх структурування. Доведено формування факторів впливу на вартість через угруповання на фактори часу, ризику та вартості, останні, у свою чергу, формують чотири групи (політичні, економічні, соціальні та фінансово-технологічні) з метою їх практичного застосування. Фактори вартості та ризику класифіковано з урахуванням гальмування/рушійності шляхом введення додаткової класифікаційної ознаки «за спрямованістю впливу на вартість».

Аналіз ринку цінних паперів дозволив виокремити проблеми та перспективи його розвитку. Встановлено, що внаслідок недосконалості розвитку ринку цінних паперів, фінансової нестабільності та ринкового ціноутворення спостерігається наявність двох окремих ринків: організованого (біржового) та неорганізованого (позабіржового). Зазначено, що розвиток ринку цінних паперів сприяє перерозподілу фінансових ресурсів, функціонує як регульований елемент цілісної фінансової системи та синхронізований з банківським сектором і системою державних фінансів. Встановлено, що на

ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку цінних паперів впливає обсяг емісії акцій акціонерних товариств та рівень їхньої ринкової капіталізації. Аналіз тенденцій торгів акціями на ринку цінних паперів доводить зменшення кількості фіктивних інструментів, зміни капіталізації лістингових компаній у напрямку зниження, процесів очищення та перезавантаження ринку з метою підвищення якості лістингових цінних паперів.

На підставі кластерного аналізу з використанням методів k-середніх, ієрархічної кластеризації і двухвядового об'єднання проведено групування 114 публічних акціонерних товариств Харківського регіону, які є основними учасниками ринку цінних паперів з врахуванням критеріїв «прибутковості діяльності», «позитивних значень показників грошового потоку» та «чистих активів» як пріоритетних для оцінки фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств та альтернативної вартості. Це дозволило визначити наявність трьох кластерів серед публічних акціонерних товариств Харківського регіону з подібними значеннями. За результатами кластерного аналізу та з урахуванням додаткових критеріїв (котирування акцій на ринку цінних паперів, нарахування та сплати дивідендів) визначена необхідна кількість публічних акціонерних товариств Харківського регіону для обґрунтованості розрахунків.

Аналіз наукових праць дозволив встановити дві окремі підсистеми показників оцінки вартості: 1) показники оцінки стану та результатів діяльності акціонерних товариств; 2) показники оцінки певної (ринкової, інвестиційної, ліквідаційної тощо) вартості акціонерних товариств. У зв'язку з цим запропоновано ознаки формування системи показників оцінки вартості акціонерних товариств, які повинні ґрунтуватися на узгодженості цілей та відповідати певним критеріям.

Встановлено, що дієвим інструментом оцінки вартості акціонерного товариства є ціновий мультиплікатор, який відображає співвідношення між ринковою ціною акціонерного товариства і будь-яким його показником, що характеризує результати їх фінансової діяльності.

Обґрунтовано необхідність процесу формування механізму оцінки

вартості акціонерних товариств та удосконалено підхід до його формування. Визначено, що основною метою створення дієвого механізму оцінки вартості є процедура узгодження результатів оцінки (отриманих різними альтернативними методами), наразі чого і визначається альтернативна вартість, що потребує вдосконалення. Відпрацювання механізму оцінки вартості акціонерних товариств гарантуватиме її достовірну оцінку, виявлення кількісної дії впливу факторів на їх вартість, оцінку та підвищення фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств, а також побудову їх фінансових потоків. Розвинуто теоретичний підхід до формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств з виділенням етапів та їх деталізацією за суб'єктами, об'єктами, методичною, функціональною організаційною та процесною компонентами. Розроблено відповідне фінансове, інституційне та організаційне забезпечення. Запропонований механізм оцінки вартості акціонерних товариств враховує специфіку їх діяльності, сприяє активному залученню інвестиційних ресурсів, а організаційна компонента взаємодії між суб'єктами оцінки підходить для формування партнерських відносин та дозволяє узгодити дії всіх учасників такого процесу. Доведено, що дієвість механізму оцінки вартості має забезпечуватись вдосконаленням вітчизняного законодавства у сфері регулювання ринку цінних паперів та діяльності акціонерних товариств, розробкою методичного інструментарію щодо оцінки їх фінансово-корпоративного стану та факторів впливу на вартість. Встановлення зв'язків між поняттями предметної області дослідження (фактори впливу, задачі, етапи та інструментарій оцінки) дозволило визначити положення процесу оцінки вартості акціонерного товариства. Запропонований механізм оцінки вартості акціонерного товариства дозволить усунути проблеми законодавчого, інституційного, фінансового, організаційно-методичного характеру та сприятиме фінансовій стабільності акціонерних товариств.

Удосконалено процедуру інтегрального оцінювання рівня фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств. Встановлено, що одним з найбільш проблемних питань є виявлення рівня синергетичних можливостей або

невиявлених резервів як загальних, так і специфічних для акціонерних товариств (корпоративних прав, цінності акцій тощо) з метою визначення впливу на їх вартість. Оцінку фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств здійснено в розрізі трьох компонент: майнового, фінансового та корпоративного стану з використанням бального підходу до визначення інтегрального показника. Обґрунтовано, що рівень фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств впливає на їх вартість та знаходяться у безпосередній залежності.

Розроблено методичний підхід до оцінки факторів вартості та ризику з визначенням сценаріїв їх впливу на вартість акціонерних товариств, що складається з трьох етапів: 1) оцінка факторів вартості акціонерних товариств на основі PEST-аналізу та експертного оцінювання; 2) оцінка факторів ризику акціонерних товариств при поєднанні двох методів – експертного оцінювання та теорії нечітких множин; 3) визначення гальмуючих і рушійних факторів, формування характерних станів, під їх впливом за допомогою сценарного підходу. Визначено, що достовірна оцінка факторів впливу визначає напрями розвитку системи фінансового менеджменту. Виконано ранжування проблем, структуровано їх за рівнями. Доведено, що у сучасних умовах господарювання фактори вартості та ризику знижують альтернативну вартість акціонерних товариств.

Обґрунтовано доцільність вибору підходу оцінки вартості акціонерних товариств за допомогою критеріальної мови опису з використанням теорії ігор (правила максиміна) за критеріями Лапласа, Вальда та Гурвіца. Визначено, що найкращим для оцінки вартості акціонерних товариств є ринковий підхід та метод цінкових мультиплікаторів.

Обґрунтовано, що існуюча технологія розрахунку вартості за ринковим підходом не є досконалою, має більш загальний характер та не враховує вплив факторів специфічних для акціонерних товариств, а саме: рівень корпоративного стану; ознаки ліквідності чи неліквідності акцій, контрольності чи не контрольності пакетів акцій. Внаслідок цього, запропоновано

інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства з урахуванням коефіцієнтів зміни факторів вартості та ризику, й коефіцієнта відхилення існуючого рівня фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства від еталонного. Остаточну суму альтернативної вартості акціонерного товариства запропоновано визначати шляхом вирахування сумарного значення факторів вартості та ризику з додаванням або вирахуванням скорегованого значення фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства. Динамічний та нестабільний характер змін коригуючих коефіцієнтів довів необхідність застосування фактору часу. Доведено, що для визначення найобґрунтованішої величини, яка надасть точну та об'єктивну оцінку альтернативної вартості акціонерних товариств, потрібно використати декілька цінових мультиплікаторів (P/E – відношення капіталізації до чистого прибутку; P/S – відношення капіталізації до чистого доходу від реалізації; P/NAV – відношення капіталізації до вартості чистих активів; P/FCFF – відношення капіталізації до чистого грошового потоку). Імплементация впровадження інструментарію оцінки альтернативної вартості акціонерних товариств за ринковим підходом продемонстровано на прикладі оцінки чотирьох публічних акціонерних товариств Харківського регіону, які відібрані за допомогою кластерного аналізу й отримані результати свідчать про дієвість запропонованих положень.

Практичне застосування одержаних результатів у акціонерних товариствах підтверджується відповідними довідками та актами про впровадження: ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій» (довідка № 115 від 02.10.2017 р.), ПАТ «Електромашина» (довідка № 85 від 11.09.2017 р.) та у навчальному процесі Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця (довідка № 17/86-32-183/1 від 05.09.2017 р.).

Ключові слова: механізм оцінки вартості акціонерного товариства, альтернативна вартість, ринок цінних паперів, фінансове забезпечення, фінансово-корпоративний стан, фактори впливу на вартість, метод цінових мультиплікаторів, коригуючі коефіцієнти.

SUMMARY

Alieinikova N.M. The Formation of a mechanism for assessing the value of a joint stock companies. - Qualifying scientific work on the right of manuscript.

Dissertation for the degree of Candidate of Economic Sciences (PhD) in the specialty 08.00.08 «Money, Finance and Credit» (08 – Economics). – Simon Kuznets Kharkiv National University of Economics, Kharkiv, 2019.

The dissertation is devoted to the complex of issues related to the development of scientific and theoretical positions, the development and substantiation of methodological support and practical recommendations for the formation of a mechanism for assessing the value of a joint stock company.

On the basis of generalization of approaches, the definition of the concept of «mechanism for assessing the value of a joint stock company» as a set of principles, functions and methods providing an organized complex system of evaluation, the final result of which is to determine the alternative value of a joint stock company in the conditions of the stock market. Alternative value refers the possible value of a joint stock company (stake) is determined, taking into account the corrective rates of the factors of influence, minimizing the under-or revaluation of a joint stock company.

It is established that the evaluation is a certain sequence of actions and it is proved that the purpose of the evaluation depends directly on the choice of a particular type of value, which is evaluated - from market and investment to certain types of value.

The structure of the company's value appraisal process and the relationship of the main types of value with the purpose of such an assessment are determined. The research of valuation methods and approaches has proven that the choice of approach and the appropriate method for estimating the value of a joint stock company depends on many factors, each of them has no fundamental advantages over others, because it has its negative and positive features.

Content analysis has established a large number of principles for assessing the value and lack of certainty of its functions, which allowed to develop the theoretical

foundations of the evaluation mechanism in terms of its principles and functions. In order to form a comprehensive basis for implementation of the mechanism for valuation of joint stock companies, the following principles are added: algorithmicity, adaptation, synergy, cost-benefit, materiality, complexity and systemicity. The functions of this mechanism are defined: informational, analytical, control, managerial, feedback, organizational.

It is determined that the valuation of a joint stock company is based on the approaches and methods of valuation to which the system approach is applied. In order to reveal approaches to appraising the value of a joint stock company from the position of the system, their general characteristics are given.

Insufficient systematization of features of classification of value factors, fragmentation of their selection by species, failure to take into account their quantitative and qualitative composition in order to assess the need for their structuring. The formation of factors influencing the value of groups with time, risk factors and value is substantiated. Factors of value and risk are classified according to braking / driving, introducing an additional classification «in the direction of impact on value».

The analysis of the stock market allowed to identify problems and prospects for its development. It was established that due to the imperfection of the development of the stock market, economic instability and market pricing, there are two separate markets: organized (exchange) and unorganized (over-the-counter). Studies have shown that most trades are conducted on an unorganized (over-the-counter) market. It is noted that the development of the stock market contributes to the redistribution of financial resources, functions as an integral part of the financial system and is synchronized with the banking sector and the public finance system. It is established that the efficiency of attracting financial resources on the stock market is influenced by the volume of issue of shares of joint stock companies and the level of their market capitalization. The analysis of the tendencies of trading in stocks on the securities market leads to a decrease in the number of fictitious instruments, changes in the capitalization of listing companies in the direction of decline, the processes of

clearing and reloading the market to improve the quality of listing securities.

Using cluster analysis using k-medium methods, hierarchical clustering and two-input association, a grouping of public joint stock companies Kharkiv region, which are the main participants of the stock market, which, unlike the current, taking into account criteria of «profitability of activity», «the positive values of cash flow and net assets» as a priority for assessing the financial and corporate status of joint stock companies and alternative value. This made it possible to determine the presence of three clusters among public joint stock companies of the Kharkiv region with similar values. According to the results of the cluster analysis and taking into account additional criteria (quotation of shares in the securities market, accrual and payment of dividends), the number of public joint stock companies of the Kharkiv region is determined for the reasonableness of the calculations.

The analysis of scientific works allowed the establishment of two separate subsystems of valuation indicators: 1) indicators of the assessment of the status and results activities of joint stock companies; 2) indicators of estimation of certain (market, investment, liquidation, etc.) value of joint stock companies. In this regard, the signs of the formation of a system of valuation indicators for joint stock companies, which should be based on consistency of objectives and meet certain criteria.

Established that an effective tool for evaluating the value of a joint stock company is a price multiplier, which reflects the relationship between the market price of the company and any indicator that characterizes the results of their financial activities.

The necessity of the process of forming a mechanism for assessing the value of a joint stock company and the proposed method of its formation are substantiated. It is determined that the main purpose of creating an effective mechanism for assessing the value is the procedure for coordinating the evaluation results (obtained by different alternative methods), which currently determines the alternative value, which needs to be improved. The development of a mechanism for assessing the value of joint stock companies will ensure its reliable assessment, the identification of

the quantitative effect of factors on their value, assessment and increase the financial and corporate status of joint stock companies, as well as the construction of their financial flows. The use of the system-element approach to its formation through the identification and disclosure of the components of the assessment system is proposed. The theoretical approach to the formation of a mechanism for assessing the value of a joint stock companies with the allocation of stages and their detailing by subjects, objects, methodical, functional organizational and process components is developed. Appropriate financial, institutional and organizational support, both at the level of the company itself and externally, has been developed. The developed unified a mechanism for assessing the value of a joint stock company gives an idea of the general concept of valuation of a joint stock company, and the structural clustering of the organizational component of the interaction between the subjects of evaluation is suitable for the formation of partnerships and allows to coordinate the actions of all participants in this process. It is proved that the effectiveness of the mechanism for assessing the value should be ensured by the improvement of domestic legislation in the field of stock market regulation and the activity of joint stock companies, the development of methodological tools for assessing their financial and corporate status and factors affecting the value. Establishing links between the concepts of the domain of research (factors of influence, tasks, stages and evaluation tools) allowed to determine the general provisions for assessing the value of a joint stock company. The proposed mechanism for assessing the value of a joint stock company will eliminate the problems of legislative, institutional, financial, organizational and methodological nature and will promote the financial stability of joint stock companies.

The procedure of the integrated assessment of the level of financial and corporate status of a joint stock company has been improved. It has been established that one of the most problematic places is to identify the level of synergies or unobserved reserves both general and specific for joint stock companies (corporate rights, share value, etc.) in order to determine the impact on their value. The assessment of the financial and corporate status of joint stock companies is proposed

in terms of three components: property, financial and corporate status, using the approach to the definition of the integral indicator. It is substantiated that the level of financial and corporate status of joint stock companies affects their alternative value and is in direct dependence.

The scientific and methodical approach to the assessing the value and risk factors consists of three stages: 1) assessment of the factors of cost of joint stock companies on the basis of PEST-analysis and expert evaluation; 2) assessment of the risk factors of joint stock companies, combined with two methods - expert assessment and the theory of fuzzy sets; 3) determination of inhibitory and motive factors, formation of characteristic states, under their influence with the help of a scenario approach.. It is determined that a reliable estimation of the factors of influence determines directions of development of the system of financial management. The ranking of problems is done, structured according to the levels. It is proved that value and risk factors reduce the alternative value of a joint stock company.

The expediency of choosing an approach to appraising the value of a joint stock company is substantiated by using the criterion of the description language using game theory (maximizing rules) according to Laplace, Wald and Hurwitz criteria. It is determined that the best way to estimate the value of a joint stock company is a market approach using and the method of price multipliers.

It is substantiated that the existing technology of calculating the cost according to the market approach is not perfect, is more general and does not take into account the influence of factors specific to joint stock companies, namely: level of corporate status; signs of liquidity or illiquidity of shares, control or not control of shareholdings. As a result, a tool was proposed for evaluating the alternative value of a joint stock company, taking into account the coefficients of change in the cost and risk factors, and the coefficient of deviation of the existing level of financial and corporate status of the joint stock company from the reference. The final amount of the alternative value of a joint stock company is proposed to be determined by deducting the total value of the value and risk factors by adding or deducting the adjusted value of the financial and corporate status of the joint stock company. The

dynamic and unstable nature of the changes in the corrective rates proved the need to use the time factor. It is proved that in order to determine the most reasonable value, which will give an accurate and objective assessment of alternative value of a joint stock company, several price multipliers need to be used (P/E - ratio of capitalization to net profit; P/S - ratio of capitalization to net realizable value; P/NAV - the ratio of capitalization to the value of net assets; P/FCFF - the ratio of capitalization to net cash flow). Implementation of the estimate tools the alternative value of a joint stock company according to a market approach is demonstrated on the example four public joint stock companies of the Kharkiv region, selected by means of cluster analysis and the obtained results testify to the effectiveness of the proposed recommendations.

The practical application of the results of joint stock companies is confirmed by relevant certificates and acts of implementation: PJSC «Kharkiv plant of metal constructions» (act of implementation № 115 from 02.10.2017), PJSC «Electromashina» (act of implementation № 85 from 11.09.2017) and in the educational process of the Simon Kuznets Kharkiv National University of Economics (certificate № 17/86-32-183/1 from 05.09.2017).

Key words: mechanism for assessing the value of a joint stock company, alternative value, stock market, financial support, financial and corporate status, factors of influence on value, method of market multipliers, corrective rate.

Список публікацій здобувача

1. Алєйнікова Н. М. Теоретичні аспекти оцінки вартості акціонерних товариств / Н. М. Алєйнікова // Особливості оцінки майна та майнових прав: монографія [Електронний ресурс] / О. В. Васильєв, Л. І. Піддубна, Л. В. Єфремова та ін.; за заг. ред. д-ра екон. наук, професора О. В. Васильєва. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – С. 75–93. Режим доступу : <http://www.repository.hneu.edu.ua/handle/123456789/18547>
2. Алєйнікова Н. М. Методика оцінки потенціалу вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії. – 2017. – Вип. 2 (08), Ч. 1. – С. 81–86.
3. Сердюков К. Г. Розвиток системного підходу до побудови механізму оцінки вартості акціонерного товариства / К. Г. Сердюков, Н. М. Алєйнікова // Проблеми системного підходу в економіці : збірник наукових праць : - Київ : Національний авіаційний університет. – 2017. – Вип. 4 (60). – С. 162–167.
4. Алєйнікова Н. М. Вдосконалення оцінки вартості акціонерного товариства за ринковим підходом / Н. М. Алєйнікова // Управління розвитком: – збірник наукових праць. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – № 3 – 4. – С. 88–96.
5. Єфремова Л. В. Особливості використання методичних підходів з оцінки при визначенні ринкової вартості підприємства / Л. В. Єфремова, Н. М. Алєйнікова // Бізнес-інформ. – 2013. – № 6. – С. 284–288. (Ulrichsweb Global Serials Directory, Index Copernicus) Особистий внесок: обґрунтовано використання ринкового підходу для оцінки вартості підприємства.
6. Алєйнікова Н. М. Характеристика і порівняльний аналіз сучасних підходів до оцінки вартості бізнесу акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2016. – Вип.18 – Ч. 1 – С. 146–150 – (Серія : Економічні науки). (Index Copernicus).
7. Алєйнікова Н. М. Функціонування фондового ринку України в умовах економічної нестабільності фінансового середовища / Н. М. Алєйнікова // Вісник Одеського національного університету. – 2016. – Вип. 4 (46). – Т. 21 – С. 144–148. – (Серія : Економіка) (Index Copernicus).

8. Сердюков К. Г. Науково-методичний підхід до оцінки ключових факторів вартості та ризику акціонерних товариств / К. Г. Сердюков, Н. М. Алєйнікова // Науковий вісник Ужгородського національного університету. – 2017. – Вип. 15, Ч. 1 – С. 6–11. (Index Copernicus). (Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство).

9. Алєйнікова Н. М. Формування системи факторів вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Науковий економічний журнал «Інтелект XXI». – 2017. – № 2. – С. 224–229. (Index Copernicus).

10. Aleinikova N. Improvement of the procedure for integral assessment of the financial and corporate state of share-based societies / N. Aleinikova // Technology audit and production reserves. – 2018. – № 2/4 (40). – С. 38–43. (Index Copernicus).

11. Алєйнікова Н. М. Проблеми функціонування акціонерного капіталу в Україні / Н. М. Алєйнікова // Науково-практичний журнал «Регіональна економіка та управління». – 2016. – №1 (08). – С. 6–9.

12. Алєйнікова Н. М. Проблеми корпоративного управління в Україні / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції молодих учених та студентів «Розвиток фінансової політики України в умовах трансформації соціально-економічних відносин» (м. Харків, 23 квітня 2015 р.). – Харків : ХІФ УДУФМТ, 2015. – С. 496–498. – 1 електрон. опт. диск (CD-ROM): кольор.; 12 см. – Систем. вимоги: Pentium; 32 Mb RAM; CD-ROM Windows 98/2000/NT/XP; Adobe Acrobat Reader. – Назва з контейнера.

13. Алєйнікова Н. М. Аналіз факторів, які впливають на вартість акцій компанії / Н. М. Алєйнікова // Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики» (м. Одеса, 25 – 26 вересня 2015 р.). – Одеса : ОНУ імені І. І. Мечникова, 2015. – Ч.1. – С.80–83.

14. Алєйнікова Н. М. Вплив корпоративного управління на зростання ринкової вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Інноваційні напрямки теоретичних та практичних досліджень в економічній науці» (м. Київ,

25 – 26 вересня 2015 р.). – Київ : ГО «Київський економічний науковий центр», 2015. – С. 34–37.

15. Алєйнікова Н. М. Сутність поняття «Механізму оцінки вартості акціонерного товариства» / Н. М. Алєйнікова // Матеріали III Всеукраїнської науково-практичної конференції з міжнародною участю «Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (м. Миколаїв, 4–5 листопада 2016 р.). – Миколаїв : ММІРЛ ВНЗ «Університет «Україна», 2016. – С. 21–24.

16. Алєйнікова Н. М. Акціонерне товариство в системі формування фондового ринку України, тенденції та перспективи розвитку / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної наукової конференції «Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця» (м. Харків, 1–2 червня 2017 р.). – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – С. 11–14.

17. Алєйнікова Н. М. Удосконалення механізму оцінки вартості акціонерних товариств / Н. М. Алєйнікова // Матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні можливості забезпечення соціально-економічного розвитку країн» (м. Ужгород, 16 вересня 2017 р.). – С. 136–139.

18. Алєйнікова Н. М. Оцінка факторів вартості та ризику для вартості акціонерних товариств / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи» (м. Дніпро, 29–30 вересня 2017 р.). – Ч. 1. – С. 65–68.

ЗМІСТ

	стор.
ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	18
ВСТУП	19
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА	28
1.1. Змістовна характеристика оцінки вартості акціонерного товариства	28
1.2. Теоретичні засади формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства	46
1.3. Особливості підходів до оцінки вартості акціонерного товариства	63
Висновки за розділом 1	79
РОЗДІЛ 2. ВИЗНАЧЕННЯ СИСТЕМИ ПОКАЗНИКІВ ВАРТОСТІ ТА РОЗВИТОК ПІДХОДУ ДО ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА	81
2.1. Аналіз тенденцій торгів акціями на ринку цінних паперів	81
2.2. Визначення системи показників для оцінки вартості акціонерного товариства	103
2.3. Розвиток системно-елементного підходу до формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства	115
Висновки за розділом 2	133
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА	135
3.1. Удосконалення процедури інтегрального оцінювання фінансово- корпоративного стану акціонерного товариства	135
3.2. Розробка методичного підходу до оцінки факторів впливу на вартість акціонерного товариства	151
3.3. Вибір підходу до оцінки та удосконалення інструментарію оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства	170
Висновки за розділом 3	185
ВИСНОВКИ	187
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	191
ДОДАТКИ	215

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

АТ	Акціонерне товариство;
НБУ	Національний банк України;
НКЦПФР	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
ОВДП	Облігації Внутрішньої Державної Позики;
ПФТС	Перша Фондова Торгова Система;
ПАТ	Публічне акціонерне товариство;
ПрАТ	Приватне акціонерне товариство;
ПАТ «ХПАС»	ПАТ «Харківське підприємство автобусних станцій»
ПАТ «ХЗМК»	ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій»
ФКСАТ	Фінансово-корпоративний стан акціонерного товариства.

ВСТУП

Актуальність теми. Однією з провідних цілей забезпечення сталого розвитку економіки України є створення дієвого, цілісного та ефективного фінансового сектору. Основними напрямками розвитку є захист інвестицій та інтересів акціонерів, підвищення фінансової стійкості та платоспроможності учасників, створення сучасної інфраструктури ринку цінних паперів, що узгоджується з Комплексною програмою розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Внаслідок динамічного розвитку акціонерної форми господарювання в Україні важливим є питання оцінки вартості акціонерних товариств як невід'ємної частини фінансового механізму вітчизняної економіки. Визначення вартості акціонерного товариства важливе не тільки при процедурах купівлі-продажу, а й у межах перерозподілу фінансових ресурсів, оскільки збільшення вартості товариства сприяє покращенню його фінансового стану. Означена проблематика відповідає умовам фінансової інтеграції України до світового економічного простору, яка орієнтується переважно на відображення взаємовідносин у процесі формування й використання акціонерного капіталу.

Гострота проблеми формування механізму оцінки акціонерних товариств зумовлюється нерозвиненістю вітчизняного ринку цінних паперів, інформаційною «закритістю» багатьох акціонерних товариств, відсутністю стійких ринкових котирувань їхніх акцій і недосконалою дивідендною політикою. Купівля-продаж бізнесу і прав на контроль та управління акціонерними товариствами має непрозорий характер, відсутні чіткі стандарти підготовки акціонерних товариств до продажу, оцінки їх вартості, є істотні прогалини в чинному законодавстві. Внаслідок цього існує необхідність в удосконаленні формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств, який би враховував специфіку їх діяльності. Є потреба в структуруванні процедур та технології процесу оцінки, в удосконаленні підходів до оцінки

вартості акціонерних товариств з метою підвищення достовірності результатів з урахуванням умов їх функціонування в Україні.

Дослідженню теоретико-методологічних, методичних і практичних аспектів оцінки вартості 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. Колодізєва [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. Віддаючи належне науковим напрацюванням вчених, питання формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства залишаються фрагментарно вирішеними та потребують системного аналізу в контексті сучасних тенденцій розвитку ринку цінних паперів. Узагальнення наукових праць дає підставу стверджувати про недостатнє дослідження єдиного загально визнаного підходу до трактування та розуміння поняття «механізм оцінки вартості акціонерного товариства», його принципів та функцій, факторів, що впливають на вартість. Недостатньо розробленими є теоретичні положення формування механізму та методичні підходи до оцінки вартості акціонерного товариства. Ґрунтовного дослідження потребують питання, пов'язані з урахуванням впливу факторів на альтернативну вартість акціонерного товариства, розробленням процедури та вдосконаленням інструментарію її оцінки.

Таким чином, саме потреба формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств, актуальність й недостатня дослідженість означеної проблематики обумовили вибір обраної теми дисертаційної роботи, її мету, задачі та структуру.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота відповідає основним напрямам наукових досліджень Харківського

національного економічного університету імені Семена Кузнеця, що були проведені в рамках науково-дослідницьких робіт: «Оцінка нематеріальних активів і об'єктів корпоративних прав в процесі інноваційної діяльності підприємства» (номер державної реєстрації 0116U003949), в рамках якої автором розроблено підрозділ «Основні методичні підходи до оцінки об'єктів права інтелектуальної власності інноваційного спрямування», та «Інфраструктурне забезпечення фінансового стану корпоративних підприємств в умовах ризику втрати платоспроможності» (номер державної реєстрації 0117U001444), за якою автором виконано підрозділ «Оцінка вартості майнового комплексу підприємства в умовах банкрутства».

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розроблення теоретичних положень, методичних підходів та практичних рекомендацій щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

Досягнення поставленої мети вимагало постановки та вирішення конкретних взаємопов'язаних задач:

уточнити понятійний апарат механізму оцінки вартості акціонерного товариства;

розвинути теоретичний базис механізму оцінки вартості акціонерних товариств щодо вдосконалення його принципів та функцій;

структурувати класифікацію факторів впливу на вартість акціонерних товариств;

виявити основні тенденції торгів акціями на ринку цінних паперів України;

удосконалити теоретичний підхід до формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств;

розробити процедуру інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств із систематизацією показників-індикаторів;

удосконалити методичний підхід до оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств у короткостроковому періоді;

обґрунтувати вибір доцільного підходу та методу оцінки вартості акціонерних товариств;

удосконалити інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерних товариств.

Методи дослідження. Методологічною та теоретичною основою дослідження стали фундаментальні праці провідних вітчизняних і зарубіжних вчених та фахівців-практиків, присвячені проблемам оцінки вартості акціонерних товариств, управління вартістю, закони та нормативні акти України. Методичною основою досліджень є філософські принципи пізнання, діалектики, логічний і системний підходи до розгляду процесів і явищ у сфері фінансів. Для досягнення визначеної мети та вирішення поставлених задач у дисертації використано сукупність загальнонаукових і спеціальних методів наукового дослідження, а саме: *історичний* – при дослідженні еволюції теоретичних підходів до концепції управління вартістю; *методи динамічного та порівняльного аналізу* – для аналізу динаміки розвитку ринку цінних паперів України; *контент-аналіз* – для розкриття понятійного апарату механізму оцінки вартості акціонерного товариства, його альтернативної вартості; *індукція, дедукція, систематизація, наукова абстракція та порівняльний аналіз* — для формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств та обґрунтування його елементів; *метод розгалуженого поділу* – для класифікації факторів вартості, часу та ризику, а також принципів та функцій механізму оцінки вартості; *статистичного аналізу* – для порівняння, оцінки та інтерпретації фактичних даних щодо тенденцій торгів акціями на ринку цінних паперів та розвитку діяльності вітчизняних акціонерних товариств; *логічного узагальнення* – для формування системи показників-індикаторів оцінки вартості акціонерних товариств; *кластерного аналізу* – для групування акціонерних товариств за ознаками «прибутковості, чистих активів та позитивного грошового потоку», врахування взаємозв'язків між різними суб'єктами механізму оцінки; *метод множинної регресії* – для

обґрунтування вибору основних показників-індикаторів оцінки фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств; *інтегральний показник* – для визначення рівня фінансово-корпоративного стану (управління) акціонерних товариств; *PEST-аналіз, метод експертних оцінок, метод нечітких множин, метод сценаріїв* – для обґрунтування науково-методичного підходу до оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств; *теорія ігор (правила максиміна)* – для обґрунтування доцільного підходу до оцінки вартості акціонерних товариств; *математичної статистики* – для розрахунку альтернативної вартості акціонерних товариств; *графічний метод* – для наочного відображення результатів дослідження.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативні акти, праці провідних вітчизняних та зарубіжних вчених з питань оцінки вартості бізнесу, в області фінансового аналізу підприємств, а також фундаментального і технічного аналізу цінних паперів. Використані законодавчі акти і інструктивно-методичні документи всіх рівнів управління, пов'язані з вимогами до здійснення оціночних послуг, діяльності вітчизняного ринку цінних паперів і щодо фінансової діяльності акціонерних товариств.

Наукова новизна. Основні результати полягають в науковому обґрунтуванні, удосконаленні і розвитку теоретико-методичних підходів та розробленні практичних рекомендацій щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств. Основні положення дисертації, які мають наукову новизну і виносяться на захист, полягають у такому:

удосконалено:

теоретичний підхід до формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства, який, на відміну від чинних, базується на системно-елементній взаємодії компонент (організаційної, методичної, функціональної та процесної), що дозволяє врахувати особливості діяльності акціонерного товариства при оцінюванні його альтернативної вартості та узгодити результати оцінки, отриманими різними методами. Застосування механізму

оцінки вартості сприятиме більш активному залученню інвестиційних ресурсів;

процедуру інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств, яка на відмінну від існуючих передбачає введення етапу визначення нових якісних параметрів їх вартості через встановлення рівня прибутковості та ліквідності корпоративних прав та ринкової цінності акцій, що дозволяє у подальшому реалізувати стратегічні можливості з прирощення вартості та застосовувати результати оцінювання для розрахунку альтернативної вартості з використанням отриманих коригуючих коефіцієнтів;

методичний підхід до оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств, відмінність якого полягає в урахуванні зв'язків між факторами (політичних, соціальних, економічних і фінансово-технологічних) та дає змогу визначити кількісно дію їх впливу на альтернативну вартість акціонерного товариства через коригуючі коефіцієнти, що у комплексі визначає напрями розвитку системи фінансового менеджменту. Означений підхід підвищує обґрунтованість критеріїв вибору методів аналізу складних фінансових проблем акціонерних товариств для визначення впливу факторів на їх вартість;

інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства, який додатково включає послідовне корегування розрахованої вартості з використанням цінових мультиплікаторів на рівень коригуючих коефіцієнтів зміни факторів впливу на вартість та рівень фінансово-корпоративного стану, й дозволяє визначити інвестиційну привабливість акціонерного товариства.

дістали подальшого розвитку:

понятійний апарат механізму оцінки вартості акціонерного товариства з огляду на виокремлення таких сутнісних характеристик, як: сукупність принципів, функцій та методів, організована складна система оцінки, визначення альтернативної вартості товариства, що дозволило уточнити

зміст елементів понятійного апарату дослідження та знизити ступінь невизначеності їх трактувань. Під альтернативною вартістю акціонерного товариства визначено його можливу вартість (або вартість акцій) з урахуванням коригуючих коефіцієнтів факторів впливу, що мінімізує недо- або переоцінку вартості акціонерного товариства;

теоретичний базис механізму оцінки вартості акціонерних товариств в частині його принципів та функцій, який, на відміну від чинних, формує комплексне підґрунтя для реалізації такого механізму й визначає взаємодію його елементів. Принципи оцінки вартості акціонерного товариства доповнені принципами алгоритмічності, адаптації, синергії, витрати-вигоди, суттєвості, комплексності та системності. Функціями механізму визначено: інформаційну, аналітичну, контрольну, фінансову, зворотного зв'язку, організаційну;

класифікація факторів впливу на вартість акціонерних товариств на підставі узагальнення загальноприйнятих та введення додаткової класифікаційної ознаки «за спрямованістю впливу на вартість», що, на відмінну від чинних, дозволяє уникнути розбіжності у їх групуванні, визначає критерії поділу та є базою для розроблення обґрунтованих рекомендацій щодо їх достовірної оцінки. Застосування такої класифікації дозволяє структурувати фактори, що характеризують ефективність функціонування акціонерного товариства.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що розроблені методичні підходи й обґрунтовані теоретичні положення, викладені в дисертації, доведені до рівня практичних рекомендацій та можуть бути використані акціонерними товариствами, що дозволить їм підвищити достовірність оцінки вартості й покращити результати фінансової стійкості. Отримані наукові результати, що мають прикладний характер, знайшли практичне застосування на вітчизняних акціонерних товариствах, що підтверджується відповідними довідками. Так, у ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій» використовуються рекомендації автора щодо ефективного функціонування

акціонерного товариства та впровадження методичного підходу до оцінки факторів впливу на вартість (довідка № 115 від 02.10.2017 р.). Розроблений інструментарій оцінки вартості акціонерного товариства з послідовним корегуванням розрахованої вартості на зміни факторів впливу на вартість впроваджено у діяльність ПАТ «Електромашина» (довідка № 85 від 11.09.2017 р.). Результати дослідження застосовуються у навчальному процесі Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця при викладанні навчальних дисципліни «Економіка підприємства» в процесі підготовки фахівців освітнього ступеня «бакалавр» за спеціальністю 071 «Облік і оподаткування» (довідка №17/86-32-183/1 від 05.09.2017 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є одноосібним результатом наукового дослідження. Всі результати одержані безпосередньо автором та знайшли відображення у наукових публікаціях. З наукових праць, що опубліковані у співавторстві, в роботі використано лише ті ідеї та положення, які належать особисто автору.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дослідження, висновки та пропозиції, що містяться у дисертації, доповідались на 7 міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях, а саме: Міжнародній науково-практичній конференції молодих учених та студентів «Розвиток фінансової політики України в умовах трансформації соціально-економічних умов» (м. Харків, 2015 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики» (м. Одеса, 2015 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Інноваційні напрямки теоретичних та практичних досліджень в економічній науці» (м. Київ, 2015 р.), III Всеукраїнській науково-практичній конференції з міжнародною участю «Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (м. Миколаїв, 2016 р.), Міжнародній науковій конференції «Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця» (м. Харків, 2017 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні можливості забезпечення соціально-економічного розвитку країн»

(м. Ужгород, 2017 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи» (м. Дніпро, 2017 р.).

Публікації. За результатами дослідження опубліковано 18 наукових праць; у тому числі один розділ у монографії, 3 статті у наукових фахових виданнях, 7 статей у фахових виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз, одна стаття в інших виданнях, 7 публікацій за матеріалами конференцій. Загальний обсяг публікацій за темою дисертації складає 6,29 ум.-др. арк., з них особисто автору належить 5,96 ум.-др. арк.

Структура і обсяг дисертації. Дисертація складається з анотації, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації – 240 сторінок (10 ум.-друк. арк.). Робота містить 41 таблиць (з них 4 займають 5 повних сторінок), 31 рисунків (з них 8 займають 8 повних сторінки), список використаних джерел з 219 найменувань – на 24 сторінках, 11 додатків – на 40 сторінках. Обсяг основного тексту дисертації становить 172 сторінки (7,17 ум.-друк. арк.).

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

1.1. Змістовна характеристика оцінки вартості акціонерного товариства

У сучасних умовах глобального розширення ринків та активізації євроінтеграційних процесів України, розвитку міжнародного співробітництва та залучення іноземних інвестицій у вітчизняну економіку, на перший план починають виходити питання ефективного управління і ставиться стратегічна мета – збільшення вартості товариств та розвиток ринку цінних паперів.

Згідно з даними Державного комітету статистики [134] станом на 01 січня 2018 року в Україні зареєстровано 1 235 024 підприємств різних форм власності, з них 2 186 публічних акціонерних товариств та 5 076 приватних акціонерних товариств. Відповідно до того, що акціонерні товариства на даний час є одними з найактивніших учасників сучасного господарського обороту, та дозволяють залучати великі фінансові ресурси, існує нагальна потреба в формуванні механізму їх достовірної оцінки з врахуванням специфічних ознак діяльності.

Еволюційно в Україні акціонерні товариства формувалися не шляхом об'єднання індивідуальних капіталів акціонерів, а завдяки розподілу статутних фондів державних підприємств у ході приватизації. Тому існує ще багато проблем, пов'язаних із розвитком акціонерної форми господарювання, а саме: не розроблені механізми захисту прав меншості акціонерів, відсутня достовірна інформація про діяльність акціонерних товариств, не виконуються рішення зборів акціонерів, переважає тенденція до невиплати дивідендів узагалі або сплати мінімальних дивідендів за залишковим принципом, відсутня повага до акціонера як власника.

Від інших організаційно-правових форм господарювання акціонерні товариства відрізняються такими основними суттєвими ознаками:

по-перше, механізмом формування власного акціонерного капіталу – через випуск акцій та продаж їх інвесторам (акціонерам);

по-друге, механізмом розподілу фінансових результатів (дивідендна політика);

по-третє, механізмом корпоративного управління, що передбачає можливу участь кожного акціонера в діяльності та розподілі прибутків через участь у загальних зборах акціонерів;

по-четверте, механізмом можливого зростання (зниження) ринкової вартості (капіталізації) акціонерного товариства завдяки котируванню [121].

Згідно з Цивільним кодексом України від 16.01.2003 №435-IV (§1 гл. 8) і Господарським кодексом України від 16.01.2003 №436-IV (гл. 9 ст. 80) «акціонерним товариством є господарське товариство, яке має статутний фонд, поділений на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки майном товариства, а акціонери несуть ризик збитків, пов'язаних з діяльністю товариства, в межах вартості належних їм акцій» [47, 198]. Крім того, за чинною класифікацією підприємств (ч.5 стаття 63 ГКУ) за класифікаційною ознакою залежно від способу утворення і формування статутного фонду акціонерні товариства належать до корпоративних підприємств [47].

Відповідно до Принципів корпоративного управління України, основною метою акціонерного товариства є максимізація вартості інвестицій акціонерів, що полягає у забезпеченні доходу на інвестований акціонерам капітал у вигляді зростання ринкової вартості акцій товариства на фондовому ринку, а також отримання акціонерами дивідендів. Таким чином підвищення ціни акціонерного товариства та оптимізація його фінансових потоків стає найгострішою проблемою сучасного корпоративного менеджменту. Так як саме ринкова вартість компанії виступає найкращим показником ефективності управління та інвестиційної привабливості.

У результаті дослідження на основі огляду наукових робіт з окремих аспектів оцінки вартості та формування механізму (додаток А) встановлено, що у теперішній час відсутнє цілісне визначення термінологічного і понятійного апарату, немає науково-обґрунтованих рекомендацій щодо формування механізму оцінки вартості, орієнтованого на врахування специфіки діяльності акціонерного товариства.

Для визначення сутнісного поняття «механізму оцінки вартості акціонерного товариства» необхідно звернутися до теоретичних основ оцінки вартості та до виявлення сутності ключової категорії – вартість.

Значний інтерес до даної проблеми можна пояснити тим, що сам об'єкт дослідження є дуже багатограним і, як доводять багаторічні дослідження вчених у всьому світі, проблема вартості, навіть в найпростішому випадку, стосується двох учасників угоди – виробника та споживача, а отже, без урахування їх інтересів, розраховувати на об'єктивність її вирішення не можна. Таким чином, з метою уникнення однобічності і неповноти при оцінці вартості виникає необхідність глибинного розгляду цієї проблеми, аналізу специфічних форм цінності, її джерел і сутності [62].

У сучасній науковій літературі питання визначення «вартості» знайшли відображення у працях таких вчених-економістів, як: С. В. Валдайцев [33], Г. С. Вечканов та Г. Р. Вечканова [40], А. Г. Грязнова та М. А. Федотова [53], Г.О. Дорошенко [60], М. В. Корягін [92], М. В. Кудіна [104], А. Маршал [112], Т.В. Момот [121], О.В. Тарасова [183] та ін. Аналіз сучасних наукових публікацій свідчить про неоднозначність тлумачень терміну «вартість» і дозволяє зробити висновки про наявність різних підходів до визначення її сутності.

Поняття «вартість» різними вченими визначається з урахуванням його призначення в межах об'єкту оцінки, виходячи з її економічної вигоди. Визначення поняття «вартість» у роботах вітчизняних та зарубіжних науковців наведено у додатку Б.

Так, термін «вартість» наведено в законодавчих та нормативно-правових актах [124,146,148, 149] й в узагальненому виразі визначається як «еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у грошовій формі». Такої ж думки й В. М. Тарасевич [187].

Інші вчені [106, 112, 119] визначають вартість, яка «виражає уречевлену в товарах та послугах суспільно необхідну працю».

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 [148].

Найбільш повний аналіз еволюційного розвитку поняття «вартість» як економічної категорії провів М. В. Корягін, який виділив основні підходи до визначення вартості. За поглядами представників основних економічних шкіл розуміння «вартість», на його думку можна визначити, як [91, с. 26-27]:

понесені витрати – представники трудової теорії вартості, витратної теорії та теорії вартості в умовах інформаційної економіки;

ціна – представники теорії граничної вартості, теорії попиту та пропозиції, теорії факторів виробництва;

цінність – представники теорії «рівноваги».

Проте, М. В. Корягін пропонує «вартість підприємства» визначати як «об'єктивну величину, що відображає цінність підприємства як специфічного товару для потенційного покупця та формується на певну дату у економічному середовищі з використанням облікової та ринкової інформації для можливості здійснення угоди купівлі-продажу на активному ринку».

На думку М. В. Корягіна, для «адекватного визначення поняття «вартість підприємства» слід застосовувати синтетичний підхід» [92, с. 18]. У рамках

вартісно-орієнтованого підходу до управління вартістю висловлюють Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурріна, Т. В. Момот, Х. Ронте та ін.

В. О. Вороніна, А. В. Костик, Е. В. Лянце, Л. І. Павлиш, вважають, що вартість компанії визначається її технікою, технологією, персоналом, організацією і економікою [189].

Як визначено в [104], вартість – це характеристика втіленого в економічному добробуті процесу виробництва, яка виражає його внутрішню потенційну здатність приносити / створювати ефект, що перевищує не тільки витрати на створення / придбання цього блага, а й його альтернативну вартість, тобто вигоду втрачених можливостей в результаті вкладення ресурсів у виробництво / придбання даного блага. Вартість стає суспільно-визнаною, якщо вона дозволяє власнику ресурсів отримувати цей ефект у вигляді накопиченої доданої економічної вартості, в основі якої лежить економічний прибуток.

О. В. Тарасова [183], визначаючи економічну сутність поняття «вартість», робить висновок, що «вартість товару виникає залежно від системи цілей і пріференцій, а також від поля прийняття рішень суб'єкта оцінки (компанії) виходячи з його індивідуальної граничної корисності. Вартість (цінність) висловлює користь або вигоду, яку очікує суб'єкт оцінки (до певного моменту часу і в визначеному місці), беручи до уваги всі наявні об'єкти порівняння. Тобто об'єкт оцінки має вартість тільки щодо конкретного суб'єкта оцінки. Згідно з цим він не може володіти загальноприйнятою цінністю, тобто «вартістю як такою», а представляє для кожного свою виняткову цінність».

Визначення вартості акціонерного товариства як сфери наукових досліджень є мало дослідженим. Це пов'язано перш за все зі складністю самого процесу оцінки вартості акціонерного товариства, що потребує значно більшого обсягу інформації, наприклад, ніж при проведенні аудиту компанії [121, с. 153].

У праці [121] пропонується визначати «вартість акціонерного товариства як найбільш вірогідну ціну, в грошовому еквіваленті, що формується завдяки його функціонуванню як діючого та єдиного цілого і за яку акції товариства

могли бути продані на відкритому конкурентному ринку за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу».

Вартість акціонерного товариства визначають не тільки як результат оцінки, а й об'єкт управління, що декомпозується за рівнями суб'єктів управління акціонерним товариством: загальних зборів акціонерів, наглядової ради, правління структурних підрозділів та ін. доти, доки завдання на останньому рівні декомпозиції не стануть відповідати двом ознакам: виконання кожного із завдань можна доручити окремому структурному підрозділу; міру виконання кожного завдання можна визначити за допомогою певного показника [121, с. 272].

Автором визначено важливість встановлення відмінності двох основоположних категорій у визначенні вартості акціонерного товариства – управління та оцінки.

Еволюційно склалися певні концепції управління вартістю підприємств, основні з яких наведені у табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Концепція управління вартістю різними вченими

Науковці	Теорії, концепції									
	Теорія вартості	Теорія корисності	Теорія «рівноваги»	Прибуткова концепція вартості	«Теорема M&M»	Модель «Споживання — збереження»	Концепція Стерна — Стюарта	Чутливість вартості до чинників, що її формують	Ціннісний підхід	Концепція ВОМ (вартісно-орієнтованого менеджменту)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
А. Сміт [175]	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-
А. Дамодоран [214]	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-
А. Маршал [112]	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-
Р. Шанон [219]	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-

Продовження таблиці 1.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Ф. Модільяні, М. Міллер [119]	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-
І. Фішер [51]	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-
Дж. Стерн, Дж. Стюарт [65]	-	-	-	-	-	-	+	-	-	+
С. Мордашов [122]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
В. Панков [141]	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-
Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурін [101]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+
А. Грегорі [52]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+
Д. Мартін [69]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+
Т. Момот [121]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+
О. Мендрул [114]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+
Кількість згадувань	1	1	1	2	1	1	1	2	1	6

Виходячи з даних табл. 1.1, можна зазначити, що концепція вартості в сучасних умовах визнана світовим економічним співтовариством як базова модель розвитку акціонерного товариства.

Управління вартістю акціонерного товариства – це процес прийняття і реалізації управлінських рішень, спрямованих на підвищення доходу власників, через підвищення ринкової вартості акцій. За умов зростання вартості акціонерного товариства власники мають можливість отримання: курсового грошового доходу від перепродажу належних їм акцій або курсового негрошового доходу, внаслідок зростання вартості власного капіталу акціонерного товариства.

До базових (фундаментальних) праць управління вартістю віднесено праці А. Сміта [175], А. Маршала [112], Ф. Модільяні та М. Міллера [119], А. Дамадарана [55, 214], Т. Коупленда Т. Коллера и Дж. Муріна [101], І.Фішера

[51], Дж. Стерн та Дж. Стюарт [65], Д. Мартіна [69], С. Мордашова [122], О. Мендрула [114], Т. Момот [121] та ін.

М. Міллер і Ф. Модільяні у своїх працях стверджували, що на ефективному фінансовому ринку, де немає транзакційних витрат, за умов відсутності податків структура капіталу не має значення, а вартість компанії визначається її здатністю генерувати прибуток [119].

Удосконалюючи модель за рахунок введення до неї корпоративного податку на прибуток, у 1963 р. ці вчені змінили висновок, стверджуючи, що за рахунок віднесення відсотків за боргом до витрат бізнесу вартість фінансово залежної корпорації перевищуватиме вартість фінансово незалежної з тієї ж групи ризику. Різницею є ефект фінансового левериджу, що розраховується множенням ставки оподаткування на величину боргу.

Таким чином, максимізація ринкової вартості корпорації відбувається за умов повного боргового фінансування.

За теорією Ф. Модільяні і М. Міллера (1961 р.) вартість компанії складається з двох компонентів вартості стабільного стану (*steady state value*) поточних операцій компанії і вартості її майбутніх операцій [119].

Концепція Стерна-Стюарта [65] будується на акцентуації основної мети фінансового менеджменту – максимізації добробуту акціонера. Ці автори шляхом конверсії облікових показників підприємства створили інформативну модель оцінки ефективності роботи підприємства, що кореспондується з ринковими підходами до визначення вартості (показники EVA, MVA). Використання показника економічної доданої вартості (EVA) як інструмента управління суттєво змінює корпоративну культуру в напрямку орієнтації менеджерів на збільшення вартості шляхом застосування найкращих підприємницьких рішень і децентралізації процесів управління. Вони пропонують впроваджувати вартісно-орієнтовану модель управління поетапно: створення рамочного проекту вимірювання ефективності роботи підприємства за показником EVA;

інтеграція показника EVA в процеси планування, бюджетування і стимулювання на підприємстві;

використання комунікаційних каналів за програмою управління показником EVA між менеджерами, персоналом, акціонерами.

Підхід А. Дамодарана базується на застосуванні методу дисконтованих грошових потоків, з чого походять чотири фактори, що впливають на вартість [55]:

грошові потоки, що генеруються наявними активами, темпи росту грошових потоків, що очікуються за рахунок реінвестування частини прибутку або зміни віддачі інвестованого капіталу, зміни пропорцій боргового фінансування або зміни умов залучення кредитів.

Як зазначено у джерелі [121] такі вчені як Т. Коупленд, Т. Коллер і Дж. Мурін особливо виділяють модель дисконтованого грошового потоку єдиного об'єкта оцінки і модель економічного прибутку, вказуючи, що вони дозволяють глибше зрозуміти базові економічні параметри бізнесу, який оцінюється Крім того, ці науковці вказують на необхідність оцінювання фактичної і потенційної вартості компанії з урахуванням внутрішніх покращень в результаті реструктуризації управління фінансами. Далі отримані оцінки доцільно порівняти, якщо можливо, з ринковою вартістю акцій компанії на фондовому ринку.

Вони пропонують застосовувати п'ятиступеневу модель управління вартістю підприємства, що включає такі етапи:

1. Ретроспективний аналіз діяльності підприємства в минулому.
2. Перспективна оцінка майбутнього господарського розвитку підприємства.
3. Оцінка витрат на залучення капіталу.
4. Оцінка термінальної вартості.
5. Визначення вартості та її інтерпретація.

За концепцією Коупленда-Коллера-Муріна, умовою зростання вартості підприємства є закріплення максимізації вартості як основної мети всіх

управлінських рішень, що передбачає використання вартісно-орієнтованих показників управління і всебічну орієнтацію на управління вартістю [101].

Концепція С. Мордашова базується на аналізі чутливості компонентів функціонуючого бізнесу: виручки від реалізації, собівартості реалізованої продукції, скоригованої на сплату відсотків, ставки податку на прибуток, додаткових інвестицій понад амортизаційних відрахувань, темпу росту грошового потоку, вартості залученого капіталу [122].

На відміну від цього, підхід І. Єгерєва ґрунтується на аналізі чутливості компонентів виробничого і фінансового циклів підприємства: тривалості виробничого циклу, періоду оборотності матеріалів, незавершеного виробництва і готової продукції, тривалості фінансового циклу, періоду оборотності авансів виданих (постачальникам) і дебіторської заборгованості, періоду оборотності авансів отриманих (від покупців) і кредиторської заборгованості, ставки дисконту [64].

У наукових працях [111, 113, 121, 132] все більшої актуальності набуває концепція управління вартістю компанії, суть якої полягає в дотриманні трьох базових критеріїв:

- забезпечення зростання цінності компанії;
- максимізація вартості компанії;
- створення доданої вартості для інвесторів.

Зовнішнім проявом результату цього процесу є зростання вартості компанії.

Таким чином, розглянуті концепції управління вартістю переважно розраховані на стабільно функціонуюче ринкове середовище з усіма притаманними йому ринковими інституціями.

Аналіз визначення понять «оцінка» та «оцінка вартості», дозволив визначити різноманітність поглядів вчених щодо названих дефініцій.

Дослідженням проблем, пов'язаних із визначенням та методологією оцінки займалися такі вчені, як: С. В. Валдайцев [33], В. В. Вітлінський [41], А. Г. Грязнова та М. А. Федотова [53], І. А. Єгерєв [64], В. Є. Єсіпов [69,70],

Т. Коллер, Т. Коупленд та Дж. Мурін [101], О. Г. Мендрул [114], Т. Момот [121], С. А. Мордашев [122], В. М. Рутгайзер [166], О. В. Тарасова [183], Е. В. Чиркова [200], В. А. Щербаков та Н. А. Щербакова [206] та ін.

До фундаментальних праць можна віднести праці авторів Фішмен Дж., Ш. Пратт, К. Гриффіт і К. Уілсон, які висвітили основні проблеми організації процесу оцінки від підписання договору на оцінку із замовником до оформлення звіту з оцінки бізнесу [219]. Класичною у сфері інвестиційної оцінки вважається праця А. Дамодарана, в якій чітко спостерігається практична направленість викладеного матеріалу, оскільки окрім алгоритмів оцінки приводиться велика кількість прикладів із реального бізнесу.

Засновником опціонного підходу до оцінки вартості бізнесу вважається праця Ексетера А. Грегорі [52].

Вагомий внесок у розробку прикладних аспектів оцінки вартості підприємств внесли американські дослідники Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурін, які описали особливості оцінки багатопрофільних підприємств та їх бізнес-одиниць, компаній в електронному бізнесі, циклічних компаній, оцінки закордонних підрозділів та компаній за межами США, підприємств в умовах фінансових ринків, що розвиваються, оцінки банків та страхових компаній, а також використання критерію максимізації вартості бізнесу для управління діяльністю підприємства [101].

Узагальнюючи трактування поняття «оцінки» за джерелами [20, 21, 100], можна визначити, що оцінка є однією із найважливіших і найскладніших проблем балансової справи.

Касьяненко Т. Г. [82, с.55] виокремлює декілька значень терміну «оцінка»: як 1) прикладну економічну науку; 2) діяльність в сфері оцінки; 3) процес професійного обчислення вартості; 4) думка оцінювача або навіть сам звіт як висновок про вартість, в якому представлені результати досліджень. На її думку, «оцінка – це неупереджена думка оцінювача про конкретний вид вартості, засноване на детальному вивченні оцінюваного об'єкта, проведенні відповідного дослідження об'єкта із застосуванням загальноприйнятих

процедур, заснованих на загальноприйнятих принципах оцінки. Але це його свідомо суб'єктивна думка щодо вартості, для якого навіть теоретично (в теорії) допускається похибка +/- 10 %, що пов'язано також і з властивостями інформації, яку він використовує» [82, с.55].

Згідно з Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» № 2658-14 оцінка майна, майнових прав – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами, і є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності [150].

Термінологію з оцінки бізнесу визначає стандарт BSV-I, прийнятий в 1988 році і доповнення до стандарту BSV-I, прийняті в 1991 році [63]. Серед основних визначень наведено:

оцінка (appraisal, valuation) – акт або процес визначення вартості;

оцінка бізнесу (business valuation) – акт або процес підготовки висновку або визначення вартості підприємства або частки акціонерів у його капіталі;

вартість діючого підприємства (going concern value) – вартість функціонуючого підприємства або частки акціонерів у його капіталі.

У джерелі [135] під оцінкою визначено встановлення вартості матеріальних і нематеріальних об'єктів з урахуванням прав на них та інтересів щодо них суб'єктів цивільних прав.

В. П. Паламарчук визначає, що «будь-яка оцінка – це зважування цінності (value) та альтернативної вартості (opportunity cost) майбутньої дії для особи, яка приймає рішення» [140]. Він наголошує, що оцінюється не річ, не майно, а економічна вигода від майбутньої дії у відношенні до речі, до власності.

На думку М. В. Корягіна оцінка в системі формування вартості підприємства дозволяє формувати обліково-аналітичну інформацію про фактори генерування та руйнування вартості на всіх етапах облікового процесу, починаючи з оформлення первинних документів і завершаючи підготовкою фінансової звітності [92, с. 37].

У джерелі [49] під оцінкою розуміють науково обґрунтовану думку експерта-оцінювача про вартість об'єкта, що підлягає оцінці, так і процес визначення вартості об'єкта.

В. А. Щербаков та Н. А. Щербакова розуміють під оцінкою підприємства визначення в грошовому вираженні вартості підприємства, яка враховує його корисність і витрати, пов'язані з отриманням цієї корисності [206].

Є такі міркування [92, 140, 166, 194], що слово «оцінка», передбачає визначення ціни об'єкта, а не його вартості, оскільки в українській мові «ціна» і «вартість» мають принципову відмінність і не є синонімічні один одному. «Ціна» показує отриману власником вигоду в момент реалізації об'єкта. У той час як «вартість» відображає витрати, пов'язані з функціонуванням об'єкта та понесені власником у фіксований момент часу. Однак, слово «оцінка» передбачає встановлення ціни, вартості, кількісних і якісних параметрів об'єкта, іншими словами спостерігається діалектична єдність цих двох понять. Тому під терміном «оцінка», на думку П. А. Фомина та В. В. Хохлова [194] необхідно розуміти визначення не тільки вартості об'єкта, але й ціни.

Важливо відзначити, що поняття «оцінка вартості» є достатньо новим для вітчизняних суб'єктів інвестиційної діяльності та відноситься до найбільш складних фінансових проблем. Також можна визначити, що потреба в оцінці вартості підприємства та його майна є багатоаспектною.

Як зазначено в джерелі [145, с. 7], оцінка вартості будь-якого об'єкта власності є впорядкованим процесом визначення в грошовому виразі вартості об'єкта з урахуванням потенційного і реального доходу, який цей об'єкт приносить у певний момент часу в умовах конкретного ринку.

І.О. Бланк надає визначення оцінки вартості підприємства як сукупність впорядкованих дій оцінювача, що включає збір та аналіз вихідних даних, можливостей застосування всієї сукупності підходів і методів оцінки для конкретного об'єкта, серію розрахунків та експертиз результатів для отримання висновку про вартість підприємства [23].

Також можна зазначити, що оцінка вартості включає:

розробку приблизної (оцінки) вартості ресурсів, необхідних для виконання робіт проекту;

отримання оцінки ймовірних кількісних результатів;

визначення і розгляд різних вартісних альтернатив.

Оцінюючи вартість, слід розглянути, чи допоможуть додаткові витрати на будь-які роботи отримати економію очікуваних витрат.

Згідно з джерелом [17, 18] оцінка вартості підприємства (бізнесу) – це розрахунок і обґрунтування вартості підприємства на певну дату. Оцінка вартості бізнесу, як і будь-якого іншого об'єкта власності, визначається як цілеспрямований упорядкований процес визначення величини вартості об'єкта в грошовому виразі з урахуванням факторів, які впливають на неї, в конкретний момент часу в умовах конкретного ринку.

Касьяненко Т. Г. [82, с. 188] також тлумачить оцінку як процес та визначає її головні характеристики: впорядкованість, цілеспрямованість та системність. Розділяючи таку думку, можна відзначити, що таке визначення сутності оцінки вартості розкриває основні риси даного процесу. На основі джерел [29,68,110,126,128] наведені сутнісні риси оцінки вартості як процесу, що подано у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Сутнісні риси оцінки вартості як процесу

Сутнісні риси оцінки	Характеристика оцінки
Процес для отримання результату	Виконується ряд операцій, черговість і зміст яких залежать від мети оцінки, характеристик об'єкта і методів оцінки
Процес впорядкований	Всі дії відбуваються в певній послідовності. Етапи оцінки: визначення мети оцінки, вибір виду вартості, що підлягає розрахунку, збір і обробка необхідної інформації, обґрунтування методів оцінки вартості; розрахунок величини вартості об'єкта, внесення поправок; виведення підсумкової величини, перевірка і узгодження отриманих результатів. Жоден з етапів не можна пропустити або «переставити» на інше місце, бо це може привести до спотворення кінцевого результату

Продовження таблиці 1.2

Сутнісні риси оцінки	Характеристика оцінки
Процес цілеспрямований	Експерт-оцінювач завжди керується конкретною метою, застосовуючи певні вартості для оцінки бізнесу (якщо мета – угода купівлі продажу, то розраховується ринкова вартість, якщо ж мета оцінки є визначення вартості бізнесу у разі його ліквідації, то розраховується ліквідаційна вартість)
Кількісний процес (як кількість грошових одиниць)	Вартісні характеристики виражені кількісно, незалежно від того, наскільки просто вони піддаються точному виміру і грошовому виразу
Процес з врахуванням ринкового характеру	Враховується сукупність ринкових факторів: ринкову кон'юнктуру, рівень і модель конкуренції, ринкове реноме оцінюваного бізнесу, його макро- і мікроекономічне середовище проживання, ризики, пов'язані з отриманням доходу від об'єкта оцінки, середньоринковий рівень прибутковості, ціни на аналогічні об'єкти, поточну ситуацію в галузі і в економіці в цілому

За даними табл. 1.2 можна зробити висновок, що оцінка вартості є певною послідовністю дій, визначена конкретною метою та повинна враховувати всю сукупність факторів, які на неї впливають.

При відкритті акціонерних товариств вкладається певний капітал, який надалі необхідно повернути. Більш того, об'єкт оцінки вартості бізнесу, повинен приносити прибуток, інакше немає сенсу його засновувати. Як зазначено в джерелі [136, с. 51], особливістю бізнесу як товару є споживча вартість (як у будь-якого товару), інвестиційний характер, організаційно-системний характер, дуалізм у формування споживчого попиту і наявність нематеріальних активів.

На підставі аналізу літературних джерел [29, 69, 114, 200] сформовано характерні ознаки оцінки вартості як товару, які подано на рис. 1.1.

Згідно даного рис. 1.1, можна виділити декілька таких рис:

підприємство оцінюється з позиції корисності та споживчої вартості;

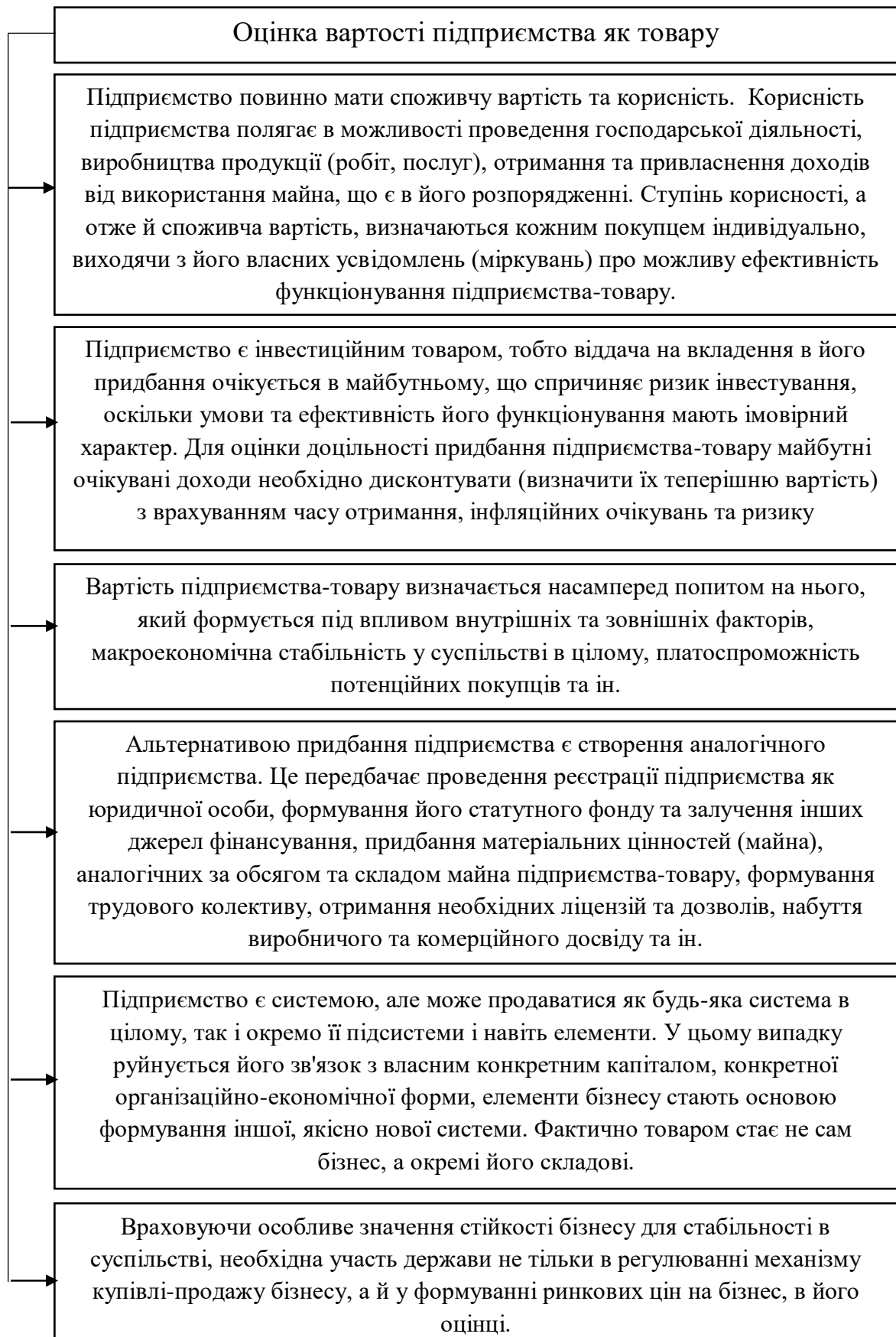


Рис. 1.1. Характерні ознаки оцінки вартості підприємства як товару

придбання підприємства-товару для його власника є інвестицією зі всіма її властивостями;

переважаючим фактором у формуванні вартості підприємства-товару є попит на нього;

створення аналогічного підприємства є альтернативою для оцінки вартості підприємства-товару;

підприємство як товар може бути продано/придбано як цілісна одиниця, так і по окремих частинах;

підтримуюча роль держави набуває важливого значення для регулювання механізму купівлі-продажу підприємства-товару.

Таким чином, у разі придбання підприємства-товару його покупець стає власником не лише його майна (певної сукупності матеріальних цінностей), а й власником господарюючого суб'єкта ринку. Витрати на створення підприємства-аналога не обмежуються сумою коштів, які необхідні для придбання аналогічних елементів майна (за відповідною вартістю з врахуванням зносу та інших якісних характеристик). Створення підприємства-аналога потребує ще й додаткових витрат (фінансових, організаційних, часових, людських), розмір яких не обліковується і оцінюється експертами.

За даними рис. 1.1 можна зробити висновок, що оцінка вартості підприємства проводиться за умови його сприйняття в якості товару тільки для визначення ринкової оцінки.

На думку Г. Островської [132] оцінювання вартості підприємства – це впорядкований, цілеспрямований процес визначення в грошовому виразі вартості об'єкта власності з урахуванням потенційного і реального доходів, які він забезпечує в певний період в умовах конкретного ринку.

Сучасні методи і технології оцінки вартості акціонерного товариства дають змогу визначити необхідний стандарт вартості – від ринкової та інвестиційної до спеціальних видів вартості.

Відповідно до Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» від 10 вересня 2003 р. № 1440 [124] оцінювачі залежно від певної ситуації визначають:

- ринкову вартість діючого підприємства;
- інвестиційну вартість діючого підприємства;
- ринкову вартість пакета акцій (часткових інтересів);
- ринкову вартість майнового комплексу;
- ліквідаційну вартість активів майнового комплексу.

Превалюючим поняттям вартості, що використовується при оцінці акціонерного товариства, є ринкова вартість, під якою в широкому розумінні 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 [138].

Ще одним з найпоширеніших видів вартості є інвестиційна вартість під якою розуміють вартість об'єктів власності для конкретного інвестора при певних умовах інвестування.

Інвестиційна вартість відмінна від ринкової вартості. Інвестиційна вартість є приростом ринкової вартості об'єкта в результаті інвестицій у даний проект. Ринкова та інвестиційна вартості співпадають лише тоді, коли очікування конкретного інвестора є типовими для даного ринку. [139, с. 22-23]

Визначення інвестиційної вартості передбачає оцінку вартості бізнесу для конкретного інвестора або групи інвесторів. Інвестиційна вартість визначається на основі індивідуальних вимог до інвестицій. Визначення інвестиційної вартості буде проводитися, наприклад, в ситуації, коли відомий потенційний отримувач пакета акцій (можливо, інший акціонер цього ж емітента). У таких випадках оцінювач може враховувати додаткові вигоди потенційного покупця від володіння цим пакетом акцій [135, с.10].

При ліквідації або банкрутстві акціонерного товариства чи реалізації частини активів товариства, визначають його ліквідаційну вартість.

Ліквідаційна вартість, або вартість під час вимушеного продажу, – це грошова сума, яка реально може бути отримана від продажу власності в терміни, занадто короткі для проведення адекватного маркетингу відповідно до визначення ринкової вартості [53, с. 24, 139].

Для її визначення необхідно знайти різницю між виручкою, яку можна отримати від продажу активів товариства на ринку, і витратами на ліквідацію (комісійні, адміністративні витрати по його ліквідації, витрати на юридичні та бухгалтерські послуги тощо).

Узагальнення думки вчених, дало змогу зробити висновок, що своєчасна і правильно визначена величина вартості підприємства є основою для прийняття обґрунтованих управлінських рішень, щодо підвищення його конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості.

Таким чином, у результаті проведених досліджень визначено сутність таких понять як «вартість», «вартість акціонерного капіталу», «оцінки» та «оцінки вартості». Визначені сутнісні риси оцінки вартості як процесу та узагальнена складові оцінки вартості підприємства як товару. Охарактеризовані існуючі види вартості та умови їх використання у процесі оцінки вартості акціонерного товариства.

1.2. Теоретичні засади формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств

Актуальними є питання формування такого механізму оцінки, який би враховував специфіку діяльності акціонерних товариств, дозволяв по-перше узгоджувати результати, отримані в рамках стандартних підходів, по-друге, враховувати не тільки фінансові складові вартості, але і рівень корпоративного управління в акціонерній компанії.

З метою теоретичної обґрунтованості формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства необхідно проаналізувати сутність поняття

«механізм». Послідовне уточнення змісту і сутності цього поняття дасть можливість створити теоретичні засади для оцінки вартості акціонерного товариства.

Понятійний апарат механізму оцінки вартості в Україні є не достатньо врегульованим. Аналіз публікацій [17, 22, 25, 32, 39, 43, 54, 61, 75, 82, 86, 89, 93, 97, 98, 106, 117, 118, 131, 145, 164, 165, 183, 184, 201, 203, 216] свідчить що найпоширенішими є такі поняття, як: «механізм управління», «механізм держави», «механізм діяльності», «економічний механізм», «господарський механізм», «фінансовий механізм», «організаційно-економічний механізм» та ін. Також у національній та закордонній літературі з оціночної діяльності виділяють такі поняття, як: «оцінка акціонерного капіталу», «оцінка бізнесу», «оцінка вартості підприємства», «оцінка цілісного майнового комплексу», «оцінка власного капіталу підприємства», «оцінка інвестованого капіталу підприємства».

Що стосується саме визначення поняття «механізму оцінки вартості акціонерного товариства», то його загальноприйняте визначення відсутнє як в економічній літературі [17, 22, 25, 32, 39, 43, 54, 61, 75, 82, 86, 89, 93, 97, 98, 106, 117, 118, 131, 145, 164, 165, 183, 184, 201, 203, 216], так і в Національних стандартах №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [124], №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [125]. Така ситуація свідчить про невизначеність сутності поняття «механізму оцінки вартості акціонерного товариства», що призводить до неточності трактування цього поняття. У зв'язку з цим постає завдання визначення окресленого поняття, що й обумовлено предметом дослідження.

Л. П. Юзьков виділяє два основні підходи до визначення поняття «механізм» [209, с. 98]:

структурно-організаційний підхід, за яким механізм характеризується як сукупність певних складових елементів, що створюють організаційну основу певних явищ, процесів;

структурно-функціональний за яким при визначенні механізму того чи іншого процесу (явища) увага акцентується не тільки на організаційній основі його побудови, але й на його динаміці, реальному функціонуванні.

Сам Л. П. Юзьков надавав перевагу структурно-функціональному підходу [209, с. 98].

За дослідженнями Є. М. Шерман [203, с. 13] механізм як категорія є тим інструментом, що забезпечує поступальний розвиток об'єкта, на який спрямовано рушійну силу чинників зовнішнього середовища. Структура та зміст механізму зазнають змін у процесі розвитку суспільного виробництва [196], тобто кожній суспільно-економічній системі відповідає адекватний механізм.

У табл. 1.3 наведено результати контент-аналізу визначення поняття «механізм» в економічній літературі.

Таблиця 1.3

Результати контент-аналізу визначення поняття «механізм» в економічній літературі

Контент-аналіз визначення поняття «механізм»														
Визначення	Автор													Кількість визначень
	А. Н. Азріліян [24]	Л. Гурвіц [184]	М. С. Дороніна [58]	С. В. Мочерний [65]	Ю. М. Осіпов [131]	Словник іншомовних слів [176]	А.О. Чаленко [199]	С.І. Ожегов [128]	С. В. Рудницький [165]	Л. П.Юзьков [209]	О.Вакульчик [32]	І.В. Чукіна [201]	А. Кульман [106]	
Механізм як система	+		+		+			+	+		+		+	8
Механізм як взаємодія між суб'єктами і центром		+							+					2
Механізм як послідовність станів, процесів	+			+				+	+					4
Механізм як сукупність дій, станів, процесів, елементів, ресурсів						+	+	+	+	+		+		6

На підставі даних табл. 1.3 узагальнюючи досліджені трактування поняття «механізм», можна зазначити, що: по-перше – механізм являє собою систему, по-друге – механізм не може існувати без процесу, по-третє – є інструментом, що забезпечує розвиток об'єкта.

Як видно з табл. 1.3, на думку деяких вчених А. О. Чаленко [199], А. С. Колесніченко [86] сучасні підходи до визначення поняття «механізм» ґрунтуються на зіставленні його з процесом. Лауреат нобелівської премії Л. Гурвіц надає визначення «механізму» як взаємодії між суб'єктами і центром та розглядає таку взаємодію як стратегічну гру, називає механізмом саму форму гри [184].

Згідно толкового словника С. І. Ожегова [128] та в економічній енциклопедії за редакцією С. В. Мочерного [65] під механізмом можна розуміти: внутрішній устрій (система ланок); систему, порядок якого-небудь виду діяльності; послідовність станів, процесів, що визначають собою яку-небудь дію, явище.

Словник іншомовних слів визначає: «механізм» – це сукупність проміжних станів або процесів будь-яких явищ [176].

Розкриваючи поняття механізму, Ю. М. Осіпов визначає механізм як одночасно організовану й організуючу систему подій, явищ, процесів, яка підкоряється законам, має ціль, визначену структуру, за допомогою якої досягається поставлена мета [131].

У Великому економічному словнику за редакцією А. Н. Азріліяна визначено, що механізм – це внутрішня будова, система функціонування чого-небудь, апарат будь-якого виду діяльності [24, с. 348].

М. С. Дороніна зазначає, що механізм як складна система має вхід (зовнішній поштовх до дії) та вихід (корисний результат) [58]. Проте, А. О. Чаленко наголошує, що механізм є керуючий ресурс процесу та відрізняється за своєю суттю від управління та його речова частина включає сукупність взаємопов'язаність елементів, «налаштованих» на виконання функцій процесу [199].

Також можна визначити, що кожна економічна система потребує виваженого та дієвого механізму. Враховуючи взаємозалежність сукупності елементів (цілей, функцій, методів, організаційної структури, об'єктів і суб'єктів), сутність механізму відображає напрями вирішення проблеми відповідної системи та її цілей на певному етапі розвитку.

Враховуючи дослідження сутності таких категорій як «вартість», «оцінка вартості» та «механізм», наведено трактування поняття «механізму оцінки вартості акціонерного товариства» як сукупності принципів, функцій та методів, які забезпечують дію організованої складної системи оцінки, кінцевим результатом якої є визначення альтернативної вартості акціонерного товариства в умовах функціонування ринку цінних паперів.

Інтерпретація складових даного трактування наступна:

- 1) організована тому, що будь-яка система повинна мати організаційну структуру та включає управління складовими механізму оцінки;
- 2) складна, бо вона включає сукупність тісно пов'язаних взаємодіючих елементів, оцінку різноманітних факторів та вибору ключових з них, обрання окремих методів виходячи з конкретної мети, визначення певного інструментарію для його виконання тощо;
- 3) процес оцінки, тому що він полягає у виконанні певної послідовності окремих завдань для вирішення конкретної мети;
- 4) визначення альтернативної вартості відбувається з врахуванням всіх факторів її формування та узгодженості результатів такої оцінки. Урахування факторів впливу часу: певна оцінка проводиться на конкретний момент часу, в часі і має реальне значення тільки на дату оцінки; ризику: неправильний вибір методу оцінку, інструментарію оцінки або неврахування деяких факторів приведе до неправильної (спотворення) оцінки, та відсутність ризику або темних сторін угоди, виправдовує більш високу ціну; вартості: сукупність різних факторів, які обираються з множини та застосовуються для конкретної мети;

5) ринку цінних паперів – вихідна інформація для оцінки вартості акціонерного товариства отримується на даному ринку.

Зазначено, що термін «альтернативної вартості» не є новим в економічній науці. Термін «альтернативні витрати» вперше ввів Ф. Візер та розуміє що будь-який ресурс може використовуватися в різних виробництвах, тобто мати альтернативну вартість [121, с. 146]. В.П. Паламарчук під вартістю взагалі розуміє саме альтернативну вартість та зазначає, що «будь-яка економічна оцінка для особи, яка приймає рішення, - це оцінка економічної вигоди, тобто зважування на вагах цінності та альтернативної вартості майбутньої дії» [140]. П. Хейне визначає альтернативну вартість будь-якої дії як «цінність тих альтернативних можливостей, від яких приходиться відмовитися заради цієї дії» [140, с. 5].

Результати аналізу визначення поняття «альтернативної вартості» в економічній літературі подано у табл. 1.4.

Таблиця 1.4

Результати аналізу визначення поняття «альтернативна вартість» в економічній літературі

Визначення	Автор								Разом
	Ф. Візер [121]	В.П. Паламарчук [140]	П. Хейне [140]	С. В. Мочерний[65]	В.Д. Базилевич [19]	Веб-сайт «Економіки і фінансів»[151]	Тлумачний словник економіста [186]	Дж. М. Бухенен [216]	
Будь-який ресурс може мати альтернативну вартість	+								1
Як кращі альтернативні можливості використання ресурсів			+		+	+			3
Як зважування економічної вигоди та альтернативної вартості майбутньої дії		+							1
Як вартість втраченої можливості, вартість відкинутого альтернативного варіанту				+			+	+	3

Як видно з табл. 1.4, більшість науковців дотримуються думки щодо поняття «альтернативної вартості» як вартості втраченої можливості або кращих можливостей використання ресурсів. Всі трактування «альтернативної вартості», які наведені у табл. 1.4, містять загальне визначення, яке не вказує на специфічну сутність оцінки вартості акціонерного товариства, а лише наголошує на універсальності такого поняття. Тому необхідно для подальшого дослідження вдосконалити існуюче поняття.

Під «альтернативною вартістю акціонерного товариства» автор розуміє його можливу вартість (пакету акцій) з урахуванням коригуючих коефіцієнтів факторів впливу, що мінімізує недо- або переоцінку вартості акціонерного товариства.

Наведене визначення потребує пояснень. Як зазначено у джерелі [151], альтернативна вартість завжди існує там, де є вибір. Товариство завжди обирає, яку вартість (ринкову, інвестиційну, ліквідаційну тощо) потрібно оцінити або який обрати підхід чи метод оцінки, що дасть найбільш достовірну та обґрунтовану оцінку. Кожна вартість, яка розраховується, вже є альтернативною, тому що при застосуванні того чи іншого методу або підходу отримується інша вартість. Приймаючи один варіант, необхідно відмовитися при цьому від інших. Якщо розрахувати вартість, використовуючи різні підходи, то у одного й того ж акціонерного товариства буде різна вартість, а отже кожна із них буде альтернативна, серед яких акціонерне товариство може обрати для себе найкращу ту вартість, з врахуванням поправок на рівень властивостей бізнесу (коригуючих коефіцієнтів факторів впливу), що зводить до мінімуму недо- або переоцінку вартості яка принесе йому вигоду, забезпечить кращу дохідність. Тобто під альтернативною вартістю розуміється скоригована вартість (ринкова, інвестиційна тощо). Саме альтернативна вартість, на відміну від інших видів вартостей, враховує вплив факторів, які її збільшують або зменшують.

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

акціонерного товариства» близьке за змістом до поняття оціночної процедури». Головною відмінністю цих понять є те, що в основі оціночних процедур покладена дія, а механізм оцінки – це ціла система, за допомогою якої ця дія здійснюється.

Формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства має базуватися на принципах, які визначають як його характер в цілому, так і його елементів, компонент тощо. Принципи – це основоположні елементи системи, за допомогою яких відбувається механізм оцінки вартості. Перелік принципів забезпечення механізму оцінки вартості акціонерного товариства не має єдиного наукового підходу, а визначені лише принципи оцінки.

Принципи оцінки – це перелік методичних правил, на основі яких визначається ступінь впливу різноманітних факторів на вартість об'єкта, що оцінюється [139, с. 26]. Вони становлять базу методології визначення вартості, а методи оцінки, в свою чергу, є науково обґрунтованими алгоритмами визначення вартості.

Аналіз праць вітчизняних та закордонних вчених дозволяє дійти висновку, що переважна більшість авторів [53, 69, 70, 139, 200] визначають, що всі принципи можна поділити на три групи:

принципи, засновані на уявленнях власника (користувача) про майно, що дозволяють визначити корисність об'єкта, його прийнятну ціну на ринку, очікувані вигоди від володіння об'єктом;

принципи, пов'язані з експлуатацією майна;

принципи, пов'язані з ринковим середовищем дають змогу визначити: залежність вартості об'єкта від місця його розташування; відповідність майна потребам ринку; рівень конкуренції на ринку оцінюваного майна; зміну вартості об'єктів під впливом фізичного й морального зносу.

При цьому в межах вищезазначених груп є розбіжності щодо деяких принципів.

Так, до принципів, які засновані на уявленнях власника (користувача) одноголосно відносять: принцип корисності; принцип заміщення; принцип очікування.

До принципів, пов'язаних з експлуатацією майна багато вчених відносять принцип внеску; граничної продуктивності; збалансованості (пропорційності). Окрім цього, А.А. Якушев [200], В. Е. Есипов [69, 70] до цієї ж групи включає також принцип зростаючої та зменшуючої віддачі, оптимального розміру (масштабу), економічний розподіл і поєднання майнових прав власності, а А. Г. Грязнова [53] ще й принцип залишкової продуктивності. Я. Маркус [145] і Національний стандарт № 1 [124] ототожнюють принцип внеску і граничної продуктивності [63].

До принципів, пов'язаних з ринковим середовищем відносять принцип залежності, відповідності; принцип попиту й пропозиції; принцип конкуренції. А. Г. Грязнова з співавторам [53] до цієї ж групи включає також принципи регресії і прогресії, принцип економічного поділу, принцип зміни вартості. Її думку щодо останнього принципу розділяє й Е.В.Чиркова [200].

Точки зору розділилися щодо принципу найбільш ефективного використання. М. В. Корягін [92] виділяє його в окрему групу, а А. Г. Грязнова [53] та Е.В.Чиркова [200] відносять даний принцип в третю групу (до принципів, пов'язаних з ринковим середовищем). Якщо розглянути його сутність, то можна визначити, що даний принцип передбачає визначення вартості майна за умови використання його найкращим, найбільш ефективним способом, навіть якщо поточне використання оцінюваного майна інше. Оцінювач має проаналізувати альтернативні варіанти використання об'єкта, виявити найкращий та найбільш ефективний з усіх можливих варіантів і саме його використовувати для розрахунку ринкової вартості майна [91].

В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова замість групи принципів, пов'язаних з експлуатацією, виділяють принципи, що відображують компоненти об'єкту, при цьому принцип найкращого та найбільш ефективного використання відокремлюють в окрему групу як синтез попередніх трьох груп [206].

Результати контент-аналізу принципів оцінки вартості наведено на рис. 1.2. Узагальнена характеристика принципів наведена у додатку В.



Рис. 1.2. Контент-аналіз принципів оцінки вартості

За результатами рис. 1.2 можна зробити висновок про велику кількість принципів оцінки вартості, які досліджуються науковцями.

Більшість принципів мають реальне значення для формування системи оцінки вартості акціонерного товариства та оцінюють його з позиції системності, комплексності та оптимальності. У цілому, використання принципів оцінки дозволяє врахувати найбільш важливі фактори, що впливають на вартість оцінюваного майна, та допомагають максимально наблизити отримані результати до реальної економічної дійсності [139, с. 32].

Враховуючи вище зазначене, зроблено висновок, що дієвий механізм потребує досконало побудованого переліку принципів, які формують теоретичний базис механізму оцінки вартості.

Доповнено такі принципи щодо функціонування механізму оцінки вартості акціонерного товариства:

1) принцип алгоритмічності передбачає чітку послідовність і етапність проведення процесу оцінки вартості із встановленими часовими рамками (на дату оцінку, прогнозну оцінку, ретроспективну оцінку);

1) принцип адаптації визначає можливість пристосування до нових умов господарювання внаслідок певних ситуацій (наприклад, поглинання-злиття, змін розвитку фондового ринку та його нормативного регулювання), джерелами виникнення яких є зміни законодавства, зовнішнього та внутрішнього середовищі тощо;

2) принцип синергії – вартість акціонерного товариства завжди визначена синергетичним ефектом, пов'язаного з діяльністю товариства та визначається сукупністю оцінки факторів впливу та оцінкою фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства;

3) принцип «витрати-вигоди», який полягає у тому що завжди при проведенні оцінки та виборі альтернативних варіантів потрібно враховувати наскільки «витратним» може бути той чи інший метод оцінки та співставити його з перевагами, які будуть отримані в результаті цього;

4) принцип суттєвості, який полягає в тому, що для оцінки повинна бути обрана лише найважливіша та найбільш суттєвіша інформація, іншою можна знехтувати;

5) принципи комплексності та системності розглядає оцінку як взаємопов'язаний та взаємодоповнюючий процес (комплекс дій) в рамках цілісної системи оцінки вартості акціонерного товариства з визначенням їх змін за умови комплексного дослідження.

Практичне значення принципів оцінки полягає у тому, що для дієвого функціонування механізму потрібно встановити відповідність (узгодженість) діючої системи оцінки вартості акціонерного товариства з головними принципами механізму оцінки з метою скерованості (координованості) дій.

Наведені вище принципи зумовлюють необхідність визначення функцій механізму, який розглядається. Як зазначено у роботі [155] методологічне повне уявлення про цільове призначення будь-якої системи надають її функції

– теоретичні властивості системи, яка імовірно повинна надавати практиці позитивний імпульс до розвитку.

Проведений аналіз економічної літератури [33, 49, 53, 69, 70, 82, 91, 92, 104, 106, 114, 121, 135, 138, 164, 170, 178, 183, 194, 206] дозволив визначити недостатню розробленість функціональної компоненти механізму оцінки вартості. Функції оцінки визначені Т. Г. Касьяненко [82, с. 135] з позиції зв'язку функцій оцінки та видів вартості. В джерелі [192] визначені функції з позиції фінансового менеджменту та фінансів акціонерних товариств.

На рис. 1.3. подано результати аналізу функцій оцінки вартості з погляду вчених-науковців [33, 82, 92, 183, 194].

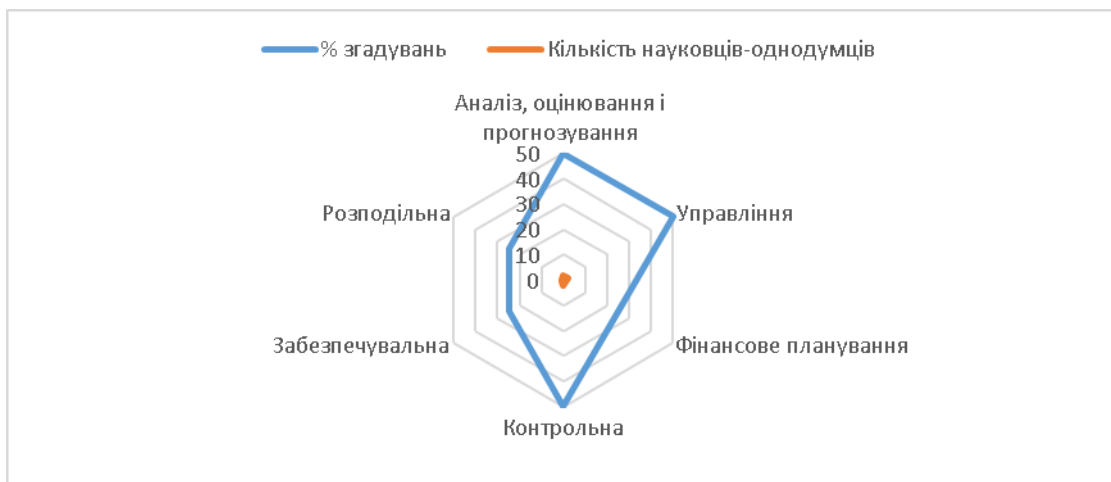


Рис. 1.3. Аналіз функцій оцінки вартості з погляду вчених-науковців

За даними рис. 1.3 можна визначити, що існує певна невизначеність функціональної компоненти механізму оцінки.

Враховуючи відсутність обґрунтованого переліку функцій механізму оцінки вартості, доцільним є їх визначення.

Функції механізму оцінки вартості акціонерного товариства наступні:

1) інформаційна, яка полягає у зборі, обробці та зіставленні даних щодо показників оцінки та факторів впливу на вартість акціонерного товариства;

2) аналітична, яка надає якісну та кількісну оцінку змін факторів вартості, фондового ринку та фінансово-корпоративного стану, дивідендної політики акціонерних товариств; дозволяє відстежувати бажані та небажані тенденції зміни вартості; надає прогностну оцінку факторів та визначає їх вплив на вартість акціонерного товариства;

3) контрольна, яка дозволяє вчасно виявляти різноманітні відхилення від заданих цільових настанов;

4) управлінська, яка відповідає прийняттю управлінських рішень для досягнення поставлених цілей оцінки вартості товариства та обирає варіанти управлінських рішень, що дозволяють визначати вплив негативних тенденцій та створити сприятливі умови для зростання вартості акціонерного товариства;

5) зворотного зв'язку, яка забезпечує постійний обмін інформацією між усіма учасниками оцінювального процесу та полягає у взаємодії з установами фінансової інфраструктури (НКЦПФР, НБУ, оцінювачі тощо);

6) організаційна, яка пов'язує воедино всі елементи оцінки вартості і визначає організаційну взаємодію між суб'єктами оцінки, алгоритмізуючи її за певними етапами.

На рис. 1.4 подано склад принципів та функцій механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

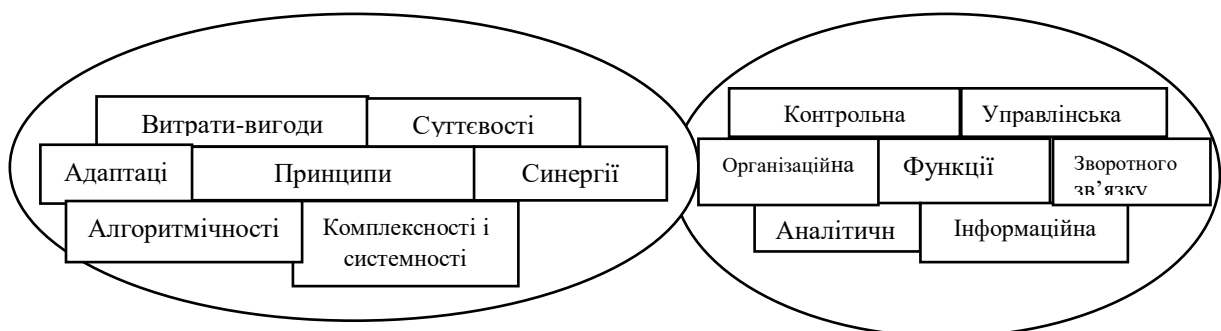


Рис. 1.4. Складові теоретичного базису механізму оцінки вартості акціонерних товариств

За результатами даних рис. 1.4 визначено принципи та функції механізму оцінки вартості акціонерних товариств, які складають теоретичне підґрунтя для проведення такої оцінки.

Професійний оцінювач у своїй діяльності завжди керується конкретною метою. Чітке, грамотне формування мети дозволяє правильно визначити вид вартості, що розраховується, обрати метод оцінки та ін. [53, с. 20].

Аналіз існуючих досліджень [17, 33, 53, 69, 170, 201] свідчить, що логічно процес оцінки визначається предметом, метою, суб'єктом та об'єктом.

На думку вчених С. В. Валдайцева [33, с. 4], А. Г. Грязнової [53] існують два предмети оцінки бізнесу:

оцінка бізнесу ґрунтується (але не обов'язково) на оцінці їх майна;

оцінка бізнесу як сукупності прав власності, технологій, конкурентних переваг, активів, що забезпечують очікувані з певною ймовірністю майбутні доходи.

Дослідження точок зору вітчизняних та закордонних вчених [32, 52, 64, 69, 169, 201] дозволило згрупувати та визначити базові цілі оцінки вартості акціонерного товариства, які, на думку автора, полягають в наступному:

купівля-продаж міноритарного пакету акцій акціонерного товариства – вартість однієї акції в міноритарний пакет істотно нижче, ніж в рамках всієї сукупності акцій або їх більшої частини, тобто в контрольному пакеті. Таку різницю можна «вловити» при використанні спеціальних процедур, розроблених стосовно до оцінок вартості закритих компаній. Купівля-продаж акціонерного товариства цілком або по частинах, що передбачає оцінку вартості компанії як цілісного майнового комплексу або вартості окремих частин майна та визначення орієнтовної обґрунтованої максимальної ціни, за якою можна продати або купити. Мета оцінки — визначення реальної ціни купівлі-продажу;

придбання або продаж контрольних пакетів цінних паперів акціонерного товариства, в результаті якого оцінюється поточна ринкова вартість котирування акцій тієї чи іншої компанії з досить ліквідними акціями, не спираючись тільки на дані фондового ринку;

реструктуризації акціонерного товариства, а саме: ліквідація, злиття, поглинання або виділення самостійних підприємств зі складу холдингу, що передбачає оцінку його ринкової або іншої вартості, визначення бази для складання передавального чи розподільного балансу, а також для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав;

підвищення ефективності поточного управління акціонерним товариством, результатом якого має бути оцінка ринкової вартості бізнеса, якості управління менеджерів компанії, оцінка реальної вартості кредитного забезпечення та ін.;

антикризове управління, здійснення процедури банкрутства, при якому оцінка проводиться з метою визначення вартості ліквідаційної маси;

визначення вартості цінних паперів товариства в разі їх випуску, купівлі-продажу на фондовому ринку і проведення різного роду операцій з ними, а саме: емісія нових акцій, викуп акцій у акціонерів, внесення майна до статутного капіталу акціонерами тощо.

На основі монографічного аналізу джерел [33, 53, 82, 92, 185] наведена узагальнена логічна структура процесу оцінки вартості акціонерного товариства на рис. 1.5.

Як видно з рис. 1.5 процес оцінки включає предмет, мету, об'єкт, суб'єкт та результат оцінки.

Оцінка вартість підприємства як предмету особливої оцінки є необхідною за обставин необ'єктивної оцінки ринком. Це відбувається в наступних ситуаціях: [33, с. 8-9]

оцінюване відкрите акціонерне товариство, що котирується на солідній фондовій біржі, але його акції є недостатньо ліквідними (по ним мало і рідко здійснюються операції);

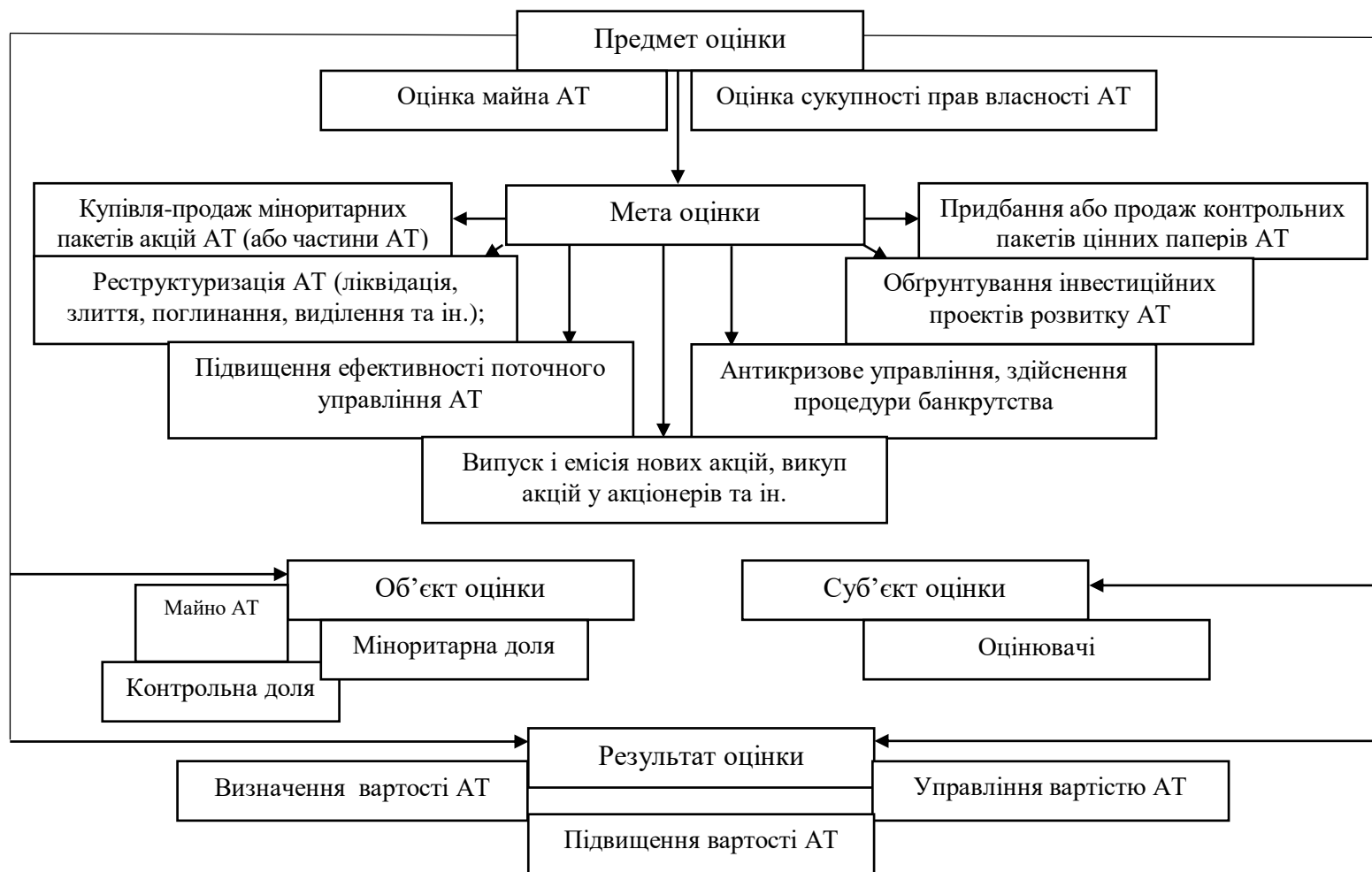


Рис. 1.5. Узагальнена логічна структура процесу оцінки вартості акціонерного товариства

оцінюване товариство є приватним, тобто за визначенням не піддається оцінкою на фондовому ринку;

оцінюване товариство є формально відкритим, проте не знаходиться в лістингу фондових бірж тому, що не відповідає їх вимогам (по розміру, відкритості фінансової звітності та ін.); в той же час на позабіржовому ринку її постійне котирування не здійснюється;

весь фондовий ринок в країні недостатньо ліквідний або дуже суттєво залежить від короткострокових позаекономічних чинників, результат чого тотожний попередньому випадку.

Суб'єктом оцінки виступають професійні оцінювачі, що володіють спеціальними знаннями і практичними навичками [53, с. 9-10]. Об'єктом оцінки є акціонерне товариство в сукупності з правами, якими воно наділено. Це можуть бути окремі види активів (майно), міноритарний або контрольний пакет акцій та ін.

На рис.1.6 подано вибір тієї чи іншої вартості, повинен відповідати певній меті оцінки.



Рис. 1.6. Зображення найпоширеніших видів вартості та мети оцінки вартості акціонерного товариства

За даними рис. 1.6 при обґрунтуванні інвестиційних проектів або додаткової емісії акцій чи їх викупу, товариство акцентує увагу на визначенні інвестиційної вартості, а при реструктуризації чи процедурі банкрутства актуальності набуває оцінка ліквідаційної вартості. Ринкова вартість визначається при купівлі-продажі цілісного майнового комплексу або пакету акцій, а також для поточного управління вартістю акціонерним товариством.

Таким чином, у результаті дослідження вдосконалено трактування поняття «механізму оцінки вартості акціонерного товариства», «альтернативної вартості» та визначені його специфічні принципи й функції, які з цими поняттями взаємодіють. Сформована узагальнена логічна структура процесу оцінки вартості акціонерного товариства та наведені основних види вартості для оцінки акціонерного товариства.

1.3. Особливості підходів до оцінки вартості акціонерного товариства

У економічній літературі з питань оцінки вартості підприємства наведена різноманітність методів і способів їх виконання. Окремі методи мають ряд модифікацій і різновидів, що створює додаткові труднощі з їх ідентифікації і використанні. У літературних джерелах і нормативних актах використовуються різні назви одного і того ж методу оцінки. Саме тому необхідна чітка класифікація існуючих підходів та визначення найбільш ефективного з них для формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства.

На сучасному етапі розвитку економічної науки і практичної діяльності акціонерних товариств дедалі більшого поширення набуває об'єктивістський підхід до оцінки, який ґрунтується на базових положеннях теорії синергетики.

У джерелі [208] пропонується відмовитися від використання традиційної бухгалтерської моделі відносно формування вартості

підприємства, а орієнтуватися на вимоги фінансового менеджменту, в якому основний акцент робиться на зростанні капіталу, а не на аналізі надходжень.

Ряд авторів [71, 91] зауважують, що бухгалтерська звітність не відображає повної вартості сучасної компанії. На їх думку повну вартість корпорації можна оцінити за допомогою концепції EVA.

Згідно з постановою КМУ від 12.10.2000 р. № 1554 «Про затвердження Методики оцінки вартості майна під час приватизації» [148] застосовується бухгалтерський підхід до визначення ринкової вартості підприємства як сукупної переоціненої вартості активів, що використовуються підприємством запланованим способом з метою отримання поточного фінансового результату, збільшеної на переоцінену вартість надлишкових активів, що оцінюються виходячи з найкращого варіанта їх альтернативного використання, включаючи вартість, за якою активи відображаються в передавальному бізнесі підприємства, складеному на дату оцінки, в тому числі активи, що підлягають переоцінці на засадах незалежної оцінки відповідно до порядку і у випадках, передбачених Методикою оцінки вартості майна під час приватизації, а також відповідними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку.

Відповідно до чинного законодавства [124] та Міжнародних стандартів і думки деяких вчених [91, 92, 139, 140, 145, 166, 206] можна виділити фундаментальні методи оцінки вартості акціонерного товариства у межах трьох підходів:

витратний або майновий (балансові методи, засновані на визначенні чистої вартості майна за даними бухгалтерського обліку);

дохідний (методи, що використовують аналіз доходів і грошових потоків. У цю ж групу відноситься і найбільш поширений метод розрахунку сучасної вартості майбутніх грошових потоків);

порівняльний або ринковий (методи, засновані на порівнянні ринкової інформації. Суть методів даної групи полягає в аналізі чистого прибутку і дивідендів).

Витратний (майновий) підхід, полягає в тому, що вартість підприємства відповідає витратам, яких зазнав власник. Тобто за даним підходом визначення вартості зводиться до розрахунку ринкової вартості всіх активів підприємства, що потім зменшується на величину позикового капіталу.

Дохідний підхід ґрунтується на припущенні, що майбутній власник не заплатить за підприємство більше отриманих у перспективі доходів. За даним підходом необхідно визначити величину доходів, що в майбутньому будуть отримані власним капіталом за вирахуванням упущеної вигоди.

Порівняльний (ринковий) підхід, базується на припущенні, що найбільша вартість підприємства визначається найменшою ціною, яка може бути отримана за аналогічне підприємство. Основна ідея методу – знайти підприємства-аналоги, у яких відомі або ціна акцій, або ціна угоди під час придбання підприємства. При розрахунках виходять з гіпотези про пряму пропорційність ціни і деяких фінансових показників (наприклад, чистого прибутку на акцію). Потім необхідно отримане співвідношення ціни та чистого прибутку на акцію у аналога помножити на свій чистий прибуток.

У країнах, де проводилася приватизація (Україна у тому числі), були використані різні методи, але найпоширенішим і економічно ефективним був «аукціонний», тобто покупцем підприємства становився той, хто більше запропонує.

Автори [33, 121, 138, 166, 177, 207] виділяють ще один підхід до оцінки вартості підприємства на основі опціонного ціноутворення – модель Блека-Шоулза, сутність якої полягає у створенні еквіваленту опціону з комбінації витрат на придбання звичайної акції та позикових коштів. Аналіз літературних джерел свідчить, що теоретики продовжують роботу над пошуком кращих моделей, які описують процес формування цін на опціони, а практики продовжують випробовувати ці моделі.

Деякі автори об'єднують окремі методи в один підхід та по-різному його називають. Так, гібридний підхід є у А. О. Дубовик [63, с. 33], до якого

входять модель ЕВО, метод економічної доданої вартості (EVA), метод ринкової доданої вартості (MVA), модель Блека-Шоулза (опціонного ціноутворення). В. П. Паламарчук у своїй праці [140] виділяє у доходному підході як нові методи – метод економічної доданої вартості (EVA) та метод реальних опціонів.

У джерелі [166, с. 130] наведений ще один метод оцінки – метод зважування різних результатів, виділяючи при цьому два основних підходи: 1) підхід, заснований на математичному зважуванні (математичний підхід); 2) підхід, заснований на суб'єктивному зважуванні (суб'єктивний підхід).

М. В. Корягін [91, 92], І. В. Сердюкова [170] пропонують використовувати інтегрований підхід до оцінки вартості підприємства, що включає елементи витратного, доходного та ринкового підходів. Так, М. В. Корягін зазначає, що інтегрований підхід дозволяє визначити фактори впливу на ринкову вартість підприємства та ефективно управлять нею, оскільки володіє специфічними характеристиками: методологією практичного застосування, базисною основою, корегуванням результату оцінювання та сферою використання [91, с. 95-96].

М. В. Корягін [92, с. 178] для оцінки активів та зобов'язань пропонує застосовувати балансовий підхід. Т. Г. Касьяненко описує бухгалтерський підхід до оцінки вартості, який являє собою облік проведених витрат, повністю формальний та регламентований, здійснюється періодично, виконується самим власником та головним чином, переслідує фіскальні цілі (визначення вартості для цілей оподаткування) [82, с. 57].

За формулюванням А. Дамодарана [55, с. 22] існують три таких підходи до оцінки: 1) оцінка дисконтованих грошових потоків; 2) порівняльна оцінка, тобто аналіз ціноутворення подібних активів; 3) оцінка умовних вимог - використання моделі ціноутворення опціонів.

Підхід А. Дамодарана заснований на використанні методу дисконтування грошових потоків, що впливають на вартість компанії: грошові потоки, що генеруються наявними активами; темпи росту грошових потоків за рахунок реінвестування частини прибутку або зміни віддачі

інвестованого капіталу; зміни тривалості періоду високого росту грошових потоків; зміна вартості майна за рахунок певних змін: операційного ризику інвестованого капіталу, пропорцій боргового фінансування та умов залучення кредитів.

Також необхідно відзначити, що серед спеціалістів-практиків знаходить відображення підхід оцінювання вартості за результируючими показниками оцінки. О. М. Щербакова пропонує групувати методи оцінювання, які широко застосовуються в зарубіжній практиці, за такими групами [207, с.46]:

1. Методи оцінювання, що ґрунтуються на грошових потоках (FCF, ECF, CCF, FTE (Flows to Equity)).

2. Методи оцінювання, що базуються на чистому приведеному доході (NPV, APV, SNPV).

3. Методи оцінювання, що засновані на доданій вартості (EVA, MVA, CVA).

Т. Г. Касьяненко вважає, що для формулювання мотивованого (обґрунтованого, переконливого) вибору або відмови від використання того чи іншого підходу (методу), необхідно ретельно проаналізувати систему чинників, що впливають на рішення, прийняте оцінювачем у кожному конкретному випадку [82, с. 211]. На її думку, основними з них є: мета оцінки, тип об'єкта оцінки, якість інформації, розмір компанії та спосіб її управління, ступінь контролю (при оцінці міноритарного пакету акцій компанії буде недоречно надавати велику вагу майновому підходу) та ступінь відкритості (у компаній «закритого» типу слід врахувати ризик недостатньої точної ліквідності (застосувати знижку на недолік ліквідності)).

Як стверджує В. П. Паламарчук жоден з перерахованих підходів і методів не тільки не є взаємовиключними, а й доповнюють один одного. Кожен з них передбачає використання різних видів інформації, кожен підхід має справу з різними аспектами ринку [140, с. 13]. На його думку, при оцінці бізнесу в залежності від цілей оцінки, поставлених умов, стану самого об'єкта і стану економічного середовища використовують поєднання двох-трьох методів, найбільш придатних у даній ситуації. Оцінка бізнесу декількома

методами визначає межі обґрунтованої ринкової цінності. Головне – грамотно і логічно обґрунтувати вибір використовуваних методів [140, с. 14].

Т. Г. Касьяненко відмічає, що визначальним фактором, який впливає на вибір підходу, є, безумовно, мета оцінки [82]. Один і той же об'єкт на одну і ту ж дату може мати різні значення конкретного виду вартості для різних цілей оцінки. Так, для визначення ринкової вартості доречні всі концепції і, отже, всі підходи. Для оцінки ліквідаційної вартості застосовна тільки витратна концепція і, відповідно, витратний підхід (а в його рамках – тільки метод ліквідаційної вартості). Якщо для визначення інвестиційної вартості використовуються і доходний, і витратний підходи, то для визначення споживчої вартості (в рамках концепції підприємства «як чинного») єдино прийнятним є доходний підхід. При визначенні вартості відтворення або заміщення доречно застосувати тільки витратний підхід [82].

У залежності від типу об'єкта оцінки, методи доходного підходу доречно застосовувати або до «зрілих» підприємств, що встигли накопичити активи в своїй передісторії, або до успішно функціонуючих «молодих» компаній з явними конкурентними перевагами. Для стабільно функціонуючих підприємств доцільно використовувати метод капіталізації доходу. Метод дисконтування грошових потоків, метод чистих активів, ринку капіталу і метод угод орієнтовані на оцінку успішно функціонуючої компанії, яка, як передбачається, і далі буде нормально функціонувати. Метод ліквідаційної вартості майнового підходу застосовують у випадку, коли інвестор має намір закрити компанію або істотно скоротити обсяг випуску її продукції. Порівняльний підхід застосовується лише в оцінці ринкової вартості (і вартостей ринкового типу) за умови суворого відбору компаній-аналогів, які відносяться до того ж типу, що і оцінююча компанія.

Узагальнена порівняльна характеристика методичних підходів для оцінки вартості акціонерного товариства угруповано за різними джерелами та нормативно-правовими актами [29, 33, 92, 121, 124, 201] й наведена у табл. 1.5.

Узагальнена порівняльна характеристика підходів для оцінки вартості акціонерного товариства

Підхід	Характеристика підходів як системи	Сутність підходу	Превалюючи (базові), найпоширеніші методи	Переваги підходу	Недоліки підходу	Специфічні особливості
Дохідний	Вартість підприємства як елемент системи вищого порядку (підсистеми), тобто вартість елементів (активів) плюс системний ефект першого порядку, плюс системний (синергетичний) ефект вищого порядку	Полягає в тому, щоб визначити вартість підприємства на основі доходів, які воно здатне в майбутньому принести власнику, включаючи виручку від продажу майна («нефункціонуючих» або «надлишкових» активів), яке не знадобиться для отримання цих доходів	Метод дисконтування грошових потоків. Метод капіталізації прибутку (доходів).	Єдиний підхід, що враховує майбутні очікування, ринковий аспект та економічне старіння	Не достовірна оцінка вартості підприємств, що функціонують в умовах невизначеності.	Оцінюють вартість бізнесу з позиції того, що інвестор, має або буде мати стовідсотковий контроль над цим підприємством
Ринковий (порівняльний)	Вартість підприємства є вартість підприємства як системи елементів (активів), тобто вартість елементів (активів) плюс системний (емергентний) ефект першого порядку	Вартість підприємства (вартість пакету його акцій) визначається тією сумою, за яку воно може бути продано в умовах розвинутого ринку. Визначення вартості об'єкта шляхом співставлення цін нещодавніх продаж аналогів	Метод ринку капіталу. Метод угод. Метод галузевої специфіки.	В умовах розвинутого ринку, ціна укладеної угоди максимально повно відображає вплив різних чинників, а значить така ціна - найбільш достовірна основа для проведення оцінки. Базується на ретроінформації про діяльність компанії, отже, відображає фактично досягнуті результати, в той час як прибутковий підхід, наприклад, спирається на прогноз оцінювача, часто суб'єктивний.	Не відображає перспектив розвитку компанії, так як він базується на ретроінформації (недолік, який є наслідком одного з достоїнств); великий обсяг інформації про діяльності компаній-аналогів для обґрунтованого застосування коригувань; при визначенні вартості оцінюваного підприємства можуть з'являтися, якщо угоди з акціями компаній-аналогів носили епізодичний характер і не в повною мірою відображали їх дійсну ринкову вартість.	Орієнтується на вартість залежно від загального розвитку фондового ринку

Продовження таблиці 1.5

Підхід	Характеристика підходів як системи	Сутність підходу	Превалюючи (базові), найпоширеніші методи	Переваги підходу	Недоліки підходу	Специфічні особливості
Витратний (майновий)	Вартість підприємства є вартість елементів (активів), що входять в систему (підприємство)	Розглядає вартість підприємства з урахуванням понесених витрат	Метод вартості чистих активів. Метод ліквідаційної вартості.	Визначає вартість поточного стану активів та боргів	Вимагає детальної інформації про наявність та стан активів. Методи цього підходу є дуже трудомісткими. Неможливо оцінити фінансові показники діяльності компанії. Ускладняється невідповідністю між балансової вартості майна для підприємств України	Орієнтується не на виявлення здатності активів до генерування доходів, а на оцінці доходного потенціалу підприємства
Опціонний	-	Являє собою об'єднання економічних, фінансових та управлінських положень і різних підходів до прогнозування грошових потоків з урахуванням різної ступеня невизначеності доходів, прибутку, витрат та інших факторів на стадіях функціонування об'єкта оцінки.	Метод реальних опціонів	Опціони надають власнику та менеджменту підприємства враховувати гнучкість у прийнятті рішень стосовно майбутніх варіантів розвитку щодо компаній	Складність у розрахунках. Відсутність на сучасному фондовому ринку України відповідних змішаних цінних паперів	Дозволяє моделювати й оцінювати вартість найскладніших фінансово-економічних об'єктів зі змінним рівнем ризику.
Інтегрований (комбінований)	-	Включає елементи витратного, доходного та ринкового підходів	Змішані методи виходячи з мети оцінки	Дозволяє визначити фактори впливу на ринкову вартість підприємства та ефективно управлять нею	Узагальнена інформація про процедуру виконання та методика застосування	Об'єднують переваги певних методів витратного, доходного та ринкового підходів

Згідно з даними табл. 1.5 деякі вчені–науковці [21, 29, 82, 188] розділяють думку, що для оцінки вартості акціонерного товариства застосовується системний підхід. Оцінка вартості акціонерного товариства, заснована на підходах і методах оцінки, які не оцінюють його як систему, некоректна, якщо вона не передбачає ліквідацію бізнесу.

Причому жоден з підходів чи методів не має принципових переваг перед іншими, бо кожний метод має свої негативні та позитивні риси.

Для використання факторів встановлено їх підпорядкованість та визначено фактори, які чинять найбільший вплив на вартість.

Вибір підходу та відповідного методу оцінки вартості акціонерного товариства залежить від багатьох факторів.

З метою дослідження факторів впливу на вартість виникає потреба у вивченні підходів до їх формування і подальшої адаптації до включення в механізм оцінки вартості акціонерного товариства. Згідно з цим основною задачею є систематизація усіх існуючих підходів до визначення факторів впливу на вартість та виокремлення ключових характеристик, що можуть бути притаманні акціонерним товариствам.

Аналіз праць вчених (економічної літератури) [53, 69, 82, 92, 136, 139, 172, 196] дозволив зробити висновок, що в узагальненому виді на вартість впливає три основні групи факторів: часу, ризику та вартості.

Фактор часу визначає ринкову або іншу вартість об'єкта оцінки, що змінюється на конкретний момент часу (в часі, на дату оцінки) під впливом численних факторів вартості [53, 82, 92, 139]. Завтра ринкова вартість може бути вже іншою. Проте, якщо проводити ретроспективний аналіз фінансово-майнового стану акціонерного товариства, то можемо визначити, що оцінки проводиться за певний період. Таким чином, можна виділити дві дати оцінки: саме дату оцінки та на певний період в залежності від характеру оцінювання, тобто майбутня або ретроспективна оцінка. Також існує ще інше трактування фактору часу: оцінка повинна враховувати мінімальну середньорічну дохідність з кожної гривні, яка може бути отримана у майбутньому [33, с. 281].

Фактор ризику – це ступінь невизначеності, ймовірність того, що очікувані результати виявляться відмінними від прогнозованих (тобто будуть більше або менше) [53, 92, 139, 201]

При оцінці існують різні види ризику, і жодне з вкладень в умовах ринкової економіки не є абсолютно безризиковим [33, 82]. Переважна більшість зарубіжних авторів, розділяючи думку Дж. Кейнса [83] виділяє наступні ризики: операційний ризик; ринковий ризик; кредитний ризик. До цих базових ризиків додають ще кілька варіантів, що зустрічаються в тій чи іншій послідовності: діловий ризик; ризик ліквідності; юридичний ризик [82, с. 240].

Т. Г. Касьяненко виділила серед великої кількості класифікацій ризиків кілька основних його видів [82, с. 241]: операційні (техніко-виробничі); фінансові (виникають у сфері відносин ринкових суб'єктів з банками та іншими фінансовими інститутами); інвестиційні (і інноваційні); ринкові (ризики ліквідності, товарні - для підприємств-виробників проявляються головним чином в ризиках відсутності попиту на товар); комплексні (основним проявом яких є ризик інфляції).

С. В. Валдайцев, М. В. Корягін всі ризики розділяють на дві групи: систематичні (зовнішні ризики бізнесу, тобто ризики кон'юнктури ринків збуту і закупівель покупних ресурсів) та несистематичні (внутрішні ризики бізнесу, обумовлені характером («стилем») управління ним (управління фірмою) ризики [33, 91].

Враховуючи те, що акціонерні товариства функціонують в умовах фінансового ринку та використовують в своїй діяльності фінансові інструменти, за допомогою аналізу і синтезу виокремлено їх головні фактори ризику:

кредитний ризик – ризик того, що контрагент не виконає своїх зобов'язань за фінансовими інструментами або за контрактом, що може призвести до фінансових збитків (або являє собою ризик фінансового збитку для товариства внаслідок невиконання клієнтом або контрагентом за

договором про фінансовий інструмент свого зобов'язання перед товариством);

ринковий ризик полягає в том, що зміни ринкових курсів, таких як валютні курси, процентні ставки та курси цінних паперів, будуть впливати на доходи або на вартість фінансових інструментів. Таким чином, виділяють ціновий ризик, валютний ризик, ризик зміни процентної ставки;

ризик ліквідності – це ризик того, що товариство матиме труднощі при виконанні фінансових зобов'язань;

ризик управління (достатності) капіталом полягає у забезпеченні продовження діяльності на безперервній основі, забезпечуючи при цьому максимальний прибуток бізнесу, оптимізацію балансу між позиковими і власними коштами, що має інтерес для інвесторів та акціонерів.

Проблемам класифікації факторів вартості присвячені праці таких науковців, як Т. В. Момот [121], М. В. Корягін [92], Т. Г. Касьяненко [82], Т. Коупленд, Т. Колер та Дж. Мурін [101], Н.Е. Сімонова та Р.Ю. Сімонов [172], В. Хазанова [196] та ін. Проте, розбіжність думок науковців до їх угруповання ставить завдання щодо узагальнення цих факторів з метою обґрунтованості оцінки вартості.

Як зазначено у джерелі [91, с. 142], основними проблемами виокремлення факторів вартості підприємства є: відсутність систематизації ознак класифікації факторів вартості; фрагментарність виокремлення факторів за їх видами; неможливість оцінки вартості внаслідок неповної сукупності факторів; неврахування кількісного та якісного складу факторів вартості від мети здійснення оцінки вартості.

Фактор вартості – це параметр, який впливає на зміну вартості об'єкта оцінки. Це ціла система факторів вартості акціонерних товариств, яка містить велику їх кількість, оцінка яких потребує значних матеріальних витрат, тому головною метою є визначення ключових факторів.

Переважає більшість авторів виділяють такі фактори впливу на вартість:

зовнішні (рівень інфляції, політичні та економічні кризи, стан національної економіки і тенденції її розвитку, інвестиційна привабливість у країні, конкуренція тощо) та внутрішні (співвідношення попиту і пропозиції, інвестиційна привабливість оцінюваного підприємства та регіону, інвестиційний ризик, ліквідність оцінюваного підприємства, ступінь незалежності і спроможності емітента та ін.) [91, 121, 172];

макроекономічні (загальні тенденції розвитку економіки країни в цілому і фондового ринку, політика держави і конкретні дії його інститутів) та мікроекономічні (рівень і напрями розвитку регіонального фондового ринку або окремого галузевого сегмента ринку цінних паперів, діяльність емітента і його контрагентів) [91, 173, 206];

фінансові (обсяг продажів, собівартість, розмір дебіторської заборгованості, запасів та ін.) та нефінансові (ділова репутація, наявність торгової марки, кваліфікація персоналу тощо) фактори [82, 101];

матеріальні (необоротні та оборотні активи) та нематеріальні (репутація фірми, організаційна культура, кваліфікація робітників, ступінь інноваційної діяльності та ін.) фактори [91, 92].

Запропоновані О. Г. Мендулом фактори вартості передбачають їх поділ залежно від характеру впливу на вартість та спрямованості дії [114].

Т. Г. Касьяненко [82, с. 195-196] визначає регіональні фактори (в контексті макрорівня: соціально-економічні показники, рівень життя населення, зайнятість населення та ін) та галузеві фактори (особливості галузі, її становище в даний час і в майбутньому, характеристики ринків збуту, фактори, що впливають на потенційний обсяг виробленої продукції і динаміку зміни попиту на неї, умови конкуренції в галузі, наявність і особливості конкурентів, положення оцінюваного підприємства в порівнянні з положенням основних конкурентів). Також нею окремо виділені фактори часу та ризику.

М. В. Корягін визначає фактори вартості підприємства з метою оцінки із застосуванням обліково-аналітичного підходу (балансові, позабалансові та

небалансові; кількісні та якісні; прогнозовані та непрогнозовані та ін) та з економічної точки зору (фактори макро-, мезо- та мікросередовища; внутрішні та зовнішні й ін.) [91, с. 146], які класифікує за різними групами ознак з урахуванням генерування/руйнування вартості підприємства [91, с. 156].

Генеруючі фактори вартості – це сукупність умов, параметрів та обставин, які сприяють ефективному функціонуванню суб'єкта господарювання, зростанню його конкурентоспроможності та прояву синергетичних ефектів у поєднанні активів та зобов'язань, та в цілому сприяє зростанню вартості підприємства [91, с. 149].

Руйнуючі фактори вартості – це параметрів та обставин, що порушують стабільність функціонування підприємства, знижують його прибутковість, призводять до неможливості побудови ефективної системи управління активами та зобов'язаннями суб'єкта господарювання, негативно позначаються на показниках його вартості [91, с. 149].

Проте, немає чіткого обґрунтування, які це саме фактори. М. В. Корягін зазначає, що вони носять загальний характер та відносяться до макросередовища.

У додатку Д наведена узагальнена класифікація факторів вартості на основі аналізу науково-практичних праць вчених [53, 71, 82, 121, 139, 140, 173, 206]. Критичний аналіз праць вчених дозволив дійти висновку, що потрібно визначити уніфікований перелік факторів, що чинять вплив на вартість акціонерного товариства для його оцінки, наведені класифікації факторів вартості є відносними та не розкривають у повній мірі всі ті закономірності та зміни, що відбуваються у процесі оцінки. Значимість кожного з факторів і ступінь їх впливу на вартість акціонерного товариства залежать від галузі, в якій воно діє, і цільового кола інвесторів, на яке воно орієнтується [532].

Результати контент-аналізу факторів вартості та ризику наведено на рис. 1.7.

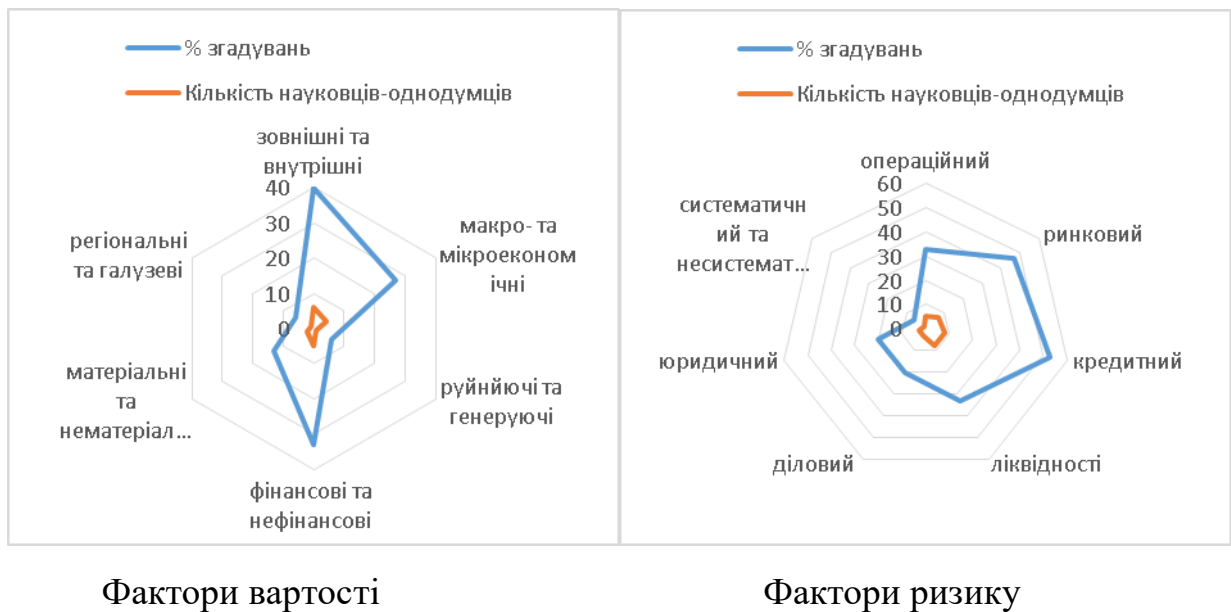


Рис. 1.7. Контент-аналіз факторів вартості та ризику

За даними рис. 1.7 визначено існування розбіжних (різноманітних) класифікацій факторів вартості, що породжує проблему вибору найбільш впливових (важливих) факторів та визначення критеріїв їх поділу. Основним критерієм такого поділу визначено можливість їх практичного застосування для оцінки впливу на вартість акціонерного товариства та розрахунку альтернативної вартості. Запропонований автором поділ факторів впливу на вартість дозволяє у подальшому застосовувати певні методи аналізу (PEST, GETS – аналіз) та сформовано за наступними групами:

політичні – це політична стабільність в країні, державне регулювання ринку цінних паперів та податкове законодавство, асоціація України з ЕС, військова ситуація на сході України;

економічні – це загальний рівень розвитку економіки країни і фондового ринку в цілому, рівень інфляції та валютні коливання, інвестиційна привабливість в країні, оцінюваного акціонерного товариства, регіону, дохідність та ринкове реноме об'єкта оцінювання;

соціальні – це рівень освіти, рівень задоволення потреб споживачів, темпи приросту доходів споживачів тощо;

фінансово-технологічні – це рівень розвитку інформаційних фінансових технологій, ступінь розвитку інновацій, фінансування наукових розробок, вкладання капіталу в технічне переозброєння та модернізацію.

Враховуючи те, що всі фактори вартості незалежно від їх класифікаційних груп, чинять певний вплив на вартість акціонерних товариств, запропоновано ввести додаткову класифікаційну ознаку «за спрямованістю впливу на вартість» та поділити їх на гальмуючі та рушійні.

Під гальмуючими факторами вартості визначено сукупність умов та обставин, що призводять до негативних впливів на вартість та дестабілізують діяльність акціонерного товариства.

Під рушійними факторами вартості визначено сукупність умов та обставин, які спричиняють сприятливі умови для підвищення (прирощення) вартості та ефективного функціонування акціонерного товариства.

Графічне зображення запропонованої класифікації факторів впливу на вартість подано на рис. 1.8.

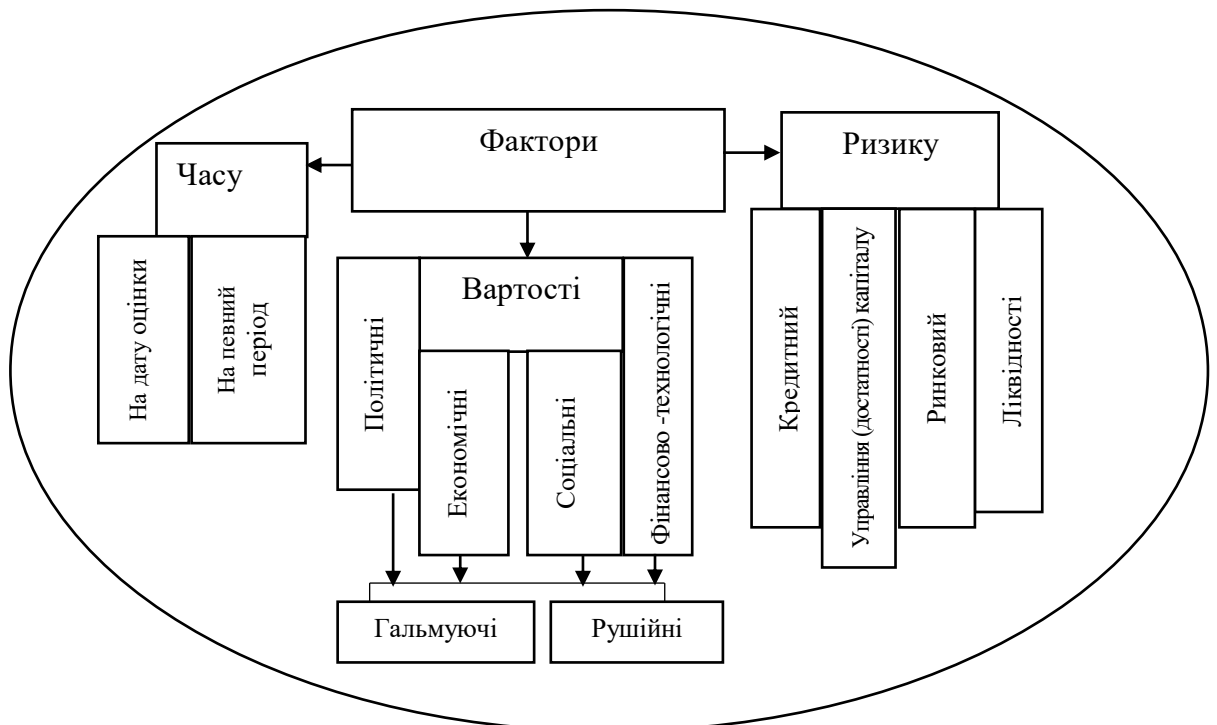


Рис. 1.8. Класифікація факторів впливу на вартість

Згідно рис.1.6 фактори впливу на вартість сформовані за трьома класифікаційними групами: часу, ризику та вартості, останні у свою чергу поділено з урахуванням характерних ознак впливу на вартість.

Враховуючи те, що управління вартістю означає управління факторами вартості, визначено п'ять його складових:

1. Застосування вартісного мислення в процесі стратегічного планування. Визначаються напрями подальшого розвитку підприємства, а також виявляється де і коли створюється вартість, ефективність роботи елементів ланцюга створення вартості та співвідносяться показники підрозділів підприємства з показниками конкурентів.

2. Застосування оперативного планування для управління вартістю підприємства. Складова включає розробку та впровадження системи показників для контролю поточної діяльності. Система показників відображає процес створення вартості та внесок кожної організаційної одиниці підприємства у цей процес.

3. Управління ключовими факторами вартості. Одночасно зі стратегією підприємства розробляються комплекси програм для впливу на основні фактори вартості.

4. Система мотивації, що встановлює зв'язок між винагородою та досягненням цільових показників вартості.

5. Засоби спілкування з акціонерами, тобто створення спеціальних форм звітності, пов'язаних з управлінням вартістю підприємства.

Таким чином, проведено дослідження існуючих підходів до оцінки вартості акціонерного товариства та визначені фактори впливу на вартість акціонерного товариства за певними видами. Запропоновано класифікувати фактори вартості на гальмуючі та рушійні залежно від характеру їх впливу на вартість.

Висновки за розділом 1

1. Визначено основні суттєві риси таких категорій, як: «вартість», «вартість акціонерного капіталу», «оцінка» та «оцінка вартості». Досліджено основні види вартості, що можуть визначатися при оцінці акціонерного товариства та виокремлено умови їх застосування. Визначено сутнісні риси оцінки вартості як процесу та розглянута оцінка вартості підприємства в якості товару.

2. Проведено науковий аналіз трактувань поняття «механізм», що дозволило сформулювати власне визначення поняття «механізму оцінки вартості акціонерного товариства» та «альтернативної вартості» й обґрунтувати їх сутність. Сформована логічна структура процесу оцінки вартості акціонерного товариства та наведений зв'язок основних видів вартості й мети такої оцінки.

3. У результаті аналізу досліджень вітчизняних і закордонних науковців, наведено перелік принципів, на базі яких ґрунтується оцінка акціонерного товариства. Доповнено перелік принципів механізму оцінки вартості акціонерного товариства та відповідних функцій, які визначають теоретичний базис механізму, що розглядається.

4. Аналіз існуючих методичних підходів до оцінки вартості акціонерного товариства, дозволив дійти висновку, що існують чотири основні підходи та безліч методів оцінки. Використання одразу декількох підходів та методів дозволить надати обґрунтовану оцінку.

5. Структуровано фактори, що впливають на вартість акціонерного товариства. Визначено три основні групи факторів: часу, ризику та вартості. Фактори вартості сформовані за певними групами: політичними, економічними, соціальними та технологічними, а за характером впливу на вартість поділені на гальмуючі та рушійні. Фактори ризику сформовані за рівнем їх впливу на діяльність акціонерних товариств та визначені кредитний, ринковий, ліквідності та достатності капіталу. Результати дослідження дали змогу дійти висновку, що, на вартість акціонерного

товариства чинять вплив чимало факторів, які можуть змінюватися залежно від часу та неправильний відбір факторів може призвести до викривлення вартісної оцінки акціонерного товариства.

Результати досліджень опубліковано в [1, 2, 7, 8, 9, 10, 13, 71].

Список використаних джерел [17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 29, 32, 33, 39, 40, 43, 47, 49, 51, 52, 53, 54, 55, 58, 60, 61, 62, 63, 65, 67, 69, 70, 71, 75, 82, 83, 86, 89, 91, 92, 97, 98, 100, 101, 104, 106, 111, 112, 113, 114, 117, 118, 119, 212, 122, 124, 128, 131, 132, 134, 135, 136, 138, 139, 140, 141, 145, 146, 148, 149, 150, 151, 155, 164, 165, 166, 170, 173, 175, 176, 178, 183, 184, 186, 188, 189, 194, 196, 198, 199, 200, 201, 203, 206, 208, 213, 214, 216, 219].

РОЗДІЛ 2

ВИЗНАЧЕННЯ СИСТЕМИ ПОКАЗНИКІВ ВАРТОСТІ ТА РОЗВИТОК ПІДХОДУ ДО ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

2.1. Аналіз тенденцій торгів акціями на ринку цінних паперів

Однією з найважливіших складових фінансового ринку України є фондовий ринок та інструменти, що на ньому обертаються [79]. Узагальнення нормативно-правових та законодавчих актів [90, 146, 147, 157] дозволило з'ясувати, що законодавець не розділяє визначення фондового ринку та ринку цінних паперів, а ототожнює їх.

Ринок цінних паперів є важливою складовою частиною економічної системи країни, що виконує, крім ринкових, низку специфічних функцій в економічній політиці країни. Розвиток національного ринку цінних паперів здатний забезпечити зростання економіки України в умовах складної економічної ситуації, а також поглиблення світової інтеграції та глобалізаційних процесів. Тобто, ринок цінних паперів розглядається як один з найбільш ефективних механізмів регуляції перетікання фінансових ресурсів за допомогою різних інструментів. Ринок цінних паперів повинен функціонувати як регульований елемент цілісної фінансової системи, синхронізований з банківським сектором і системою державних фінансів.

З огляду на те, що вартість для акціонерів, яка реалізується на ринку цінних паперів, є головним виміром результативності бізнесу, можна відзначити, що дослідження стану та тенденцій розвитку фондового ринку є однією із необхідних умов для визначення вартості акціонерного товариства. Публічні акціонерні товариства здійснюють публічне та приватне розміщення акцій. Приватні акціонерні товариства – тільки приватне розміщення акцій. Проте, для того, щоб визначити ринкову вартість акцій

приватного акціонерного товариства потрібно провести оцінку додаткової ліквідності.

Вітчизняний ринок цінних паперів існує вже два десятиліття років, і всі ці роки він перебуває у перманентному депресивно-кризовому стану. З одного боку, в наявності є торговці, реєстратори, біржі та інша інфраструктура. Але з іншого боку, національний ринок цінних паперів існує за своїми, лише йому відомими «закритими» правилами. Для громадян вітчизняний ринок цінних паперів, на відміну від інших розвинених країн, не став інструментом збереження і примноження накопичень. Ринок цінних паперів України й досі знаходиться на етапі свого становлення та значно відстає у розвитку від фондових ринків промислово розвинутих країн. Невідповідність розвитку вітчизняного фондового ринку інтересам потенційних учасників ринку призводить до постійної втрати економікою джерел додаткових грошових коштів [107, 116].

Внаслідок нестабільності ринку, низької ліквідності та підвищення якості лістингових цінних паперів станом на 2016 рік в Україні спостерігається наявність двох окремих ринків: організованого (біржового) та неорганізованого (позабіржового).

Згідно з даними НКЦПФР [133], за підсумками 2016 року загальний обсяг торгів як на організованому ринку, так і на неорганізованому досяг шестирічного мінімуму. Обсяги торгів на організованому ринку за всіма фінансовими інструментами (у тому числі й акціями), крім опціонних сертифікатів, значно скоротились у порівнянні з попередніми двома роками (2014-2015 рр.). Змін у структурі торгів на неорганізованому ринку, і як наслідок цього зменшення активності учасників не відбулося. Головним фактором активності неорганізованого ринку у порівнянні з організованим є відсутність вимог до ціноутворення. Організована торгівля фінансовими інструментами здійснюється на 8 вітчизняних фондових біржах. Обсяги торгів у розрізі окремих бірж значно знизилися, по деяким – у п'ять і більше разів (зокрема, Українська Фондова Біржа (УФБ), Українська Міжбанківська

Валютна Біржа (УМВБ), Східно-Європейська Фондова Біржа (СЄФБ), а по іншим – мінімум в два рази. Виключенням є ПФТС, на яку перемістилась частина торгів ОВДП. Як зазначено вище, причиною падіння є різке зменшення неринкових угод на організованому ринку. Аналіз ринку цінних паперів свідчить, що 3 з 8 фондових бірж не виконали вимоги до мінімальної кількості наявних торговельних днів протягом року. Аналіз динаміки розвитку ринку цінних паперів України [74, 133, 134] показав, що у 2016 році зменшились торги державними цінними паперами, але у порівнянні з іншими інструментами, зменшення є несуттєвим. Обсяг торгів акціями на організованому ринку зменшився більш ніж вдвічі, деривативами – в 4 рази, інвестиційними сертифікатами – в 5 разів. Обсяг торгів на позабіржовому ринку зберігався на тому ж рівні, що й роком раніше. Виключенням є ситуація з ОВДП. Обсяги торгів за цим інструментом значно скоротилися, порівняно з 2015 роком.

Динаміка торгів на організованому та неорганізованому ринку за 2014-2016 рр. за двома видами цінних паперів – ОВДП та акціями подано на рис. 2.1.

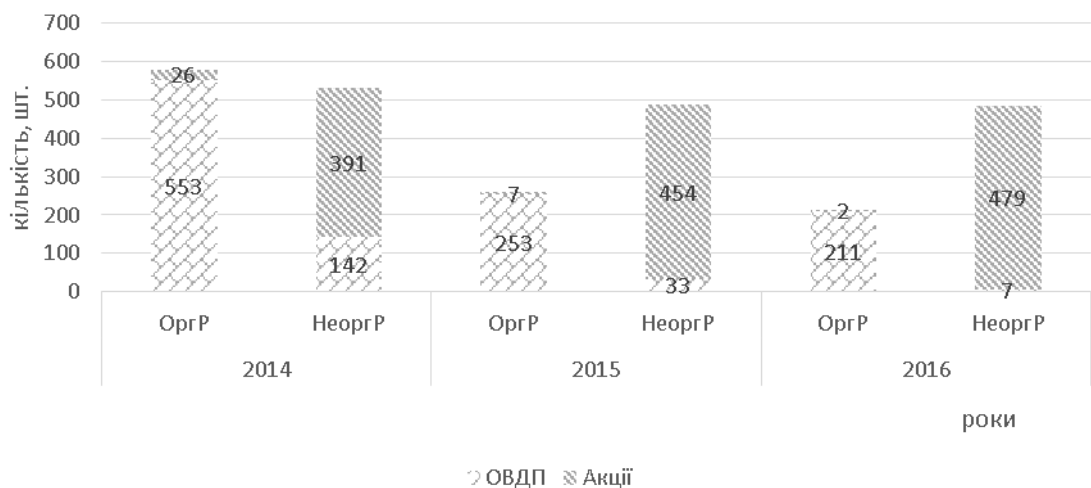


Рис. 2.1. Динаміка торгів на організованому та неорганізованому ринках

Як видно з даних рис. 2.1, організований ринок за структурою обсягів торгів у розрізі фінансових інструментів фактично є ринком державних облігацій (94 % загального обсягу). Структура торгів на неорганізованому ринку значно відрізняється від біржових ринків.

Дослідженням доведено, що на організованому ринку відбувається торгівля акціями тих емітентів, що переважно є предметом контрактів інтернет-трейдингу. Зручний процес трейдингу та поступове формування ліквідності за державними облігаціями на організованому ринку, стали основними факторами зменшення операцій на позабіржовому ринку. За 2016 рік таких емітентів всього 10. Серед них: Центренерго, Турбоатом, Мотор Січ, Укрнафта, Райфаззен Банк Аваль, Дніпровагонмаш, Донбасенерго, Укртелеком, Укргазбанк, Полтавагро. Торги із зазначеними емітентами залишаються незначними. На підставі аналітичного огляду ринку цінних паперів [133] визначено, що нестабільність ринку і низька ліквідність не сприяють появі інтересу в іноземних портфельних інвесторів. А у зв'язку із підвищенням вимог до перебування цінних паперів у біржовому реєстрі, значна кількість емітентів була делістингована протягом 2015-2016 років.

Зазначене вище вплинуло на загальний обсяг торгів, адже в учасників зникла необхідність підтримувати торги з цінними паперами, що пройшли делістинг. Динаміка лістингу по емітентам станом на останній день року у 2014-2016 рр. сформована за даними НКЦПФР [158-160] та наведена у табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Лістинг по емітентах станом на останній день року

Показник	Значення показника			Зміна показника в 2016 р. порівняно з			
				2014 р.		2015 р.	
	2014	2015	2016	кількість	Δ %	кількість	Δ %
Всього цінних паперів, шт.	355	167	25	-330	92,95	-142	85,03
з них акції	172	57	11	-161	93,06	-46	80,70

За результатами вищенаведеного дослідження в табл. 2.1 можна зробити висновок, що 99,5 % загального обсягу торгів з акціями відбувається на позабіржовому (неорганізованому) ринку. Найбільш активно на позабіржовому ринку відбувається торгівля тими цінними паперами, торгівля якими була зупинена на фондових біржах.

За даними джерела [133] структура торгів акціями на позабіржовому ринку за 2016 рік подано на рис. 2.2.

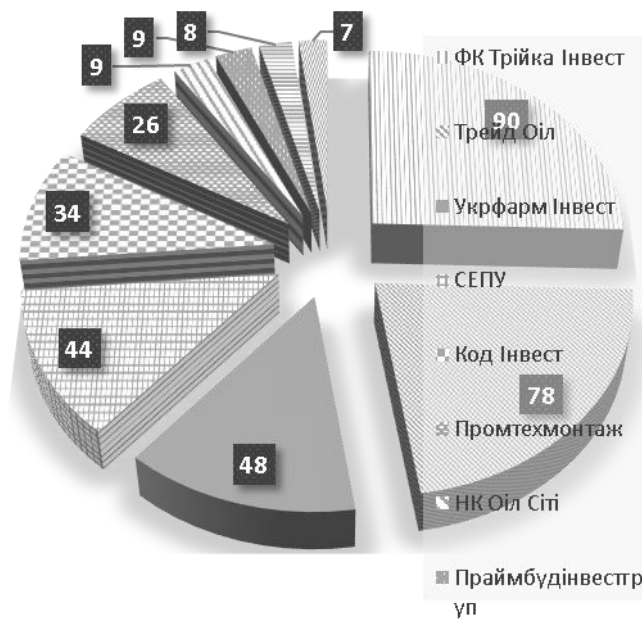


Рис. 2.2. Структура торгів акціями на позабіржовому ринку за 2016 рік

Аналіз ціноутворення (рис.2.2) на акції на організованому та неорганізованому ринку за 2016 рік за даними НКЦПФР [160] свідчить, що спред цін на неорганізованому ринку значно ширше, а різниця, починаючи з 50 % спреду та більше, фактично зростає в геометричній прогресії. Кількість випусків, що торгуються на неорганізованому ринку, значно більша ніж тих, що знаходяться у біржових списках фондових бірж. Разом з тим, найбільшою є кількість емітентів, за якими спред на позабіржовому ринку перевищує 1000 %, тобто ціни на акцію відрізняються в 10 і більше разів.

Причиною такого нестабільного ціноутворення є відсутність на неорганізованому ринку: розрахунків (відсутність обов'язкового принципу поставки проти оплати); розкриття інформації (оприлюднення звітності емітентів, інформації про угоди); якісного нагляду за діями учасників (відсутність вимог щодо маніпулювання).

Переважає більшість договорів на неорганізованому ринку 2016 року укладалися в інтересах юридичних осіб – нерезидентів (81,8 %). На фондових біржах контракти укладалися як в інтересах юридичних осіб- нерезидентів (33,8 %), так і фізичних осіб-резидентів (33,3 %) (останні є основними користувачами послуги інтернет-трейдингу) [160].

За даними НКЦПФР [133] за 2014-2016 рр. вплив на обіг акцій здійснюється вузьким колом осіб – 2 % унікальних інвесторів здійснюють більше 50 % всіх операцій. Щодо організованого ринку, то 2 % юридичних осіб вплинули на 58 % обсягу торгів, 2 % фізичних осіб вплинули на 80 % обсягу торгів. На неорганізованому ринку 2 % юридичних осіб вплинули на 44 % обсягу торгів, 2 % фізичних осіб вплинули на 92 % обсягу.

Процеси перезавантаження ринку цінних паперів та підвищення якості лістингових цінних паперів сприяли тому, що у 2016 році торгівля на біржах проводилася лише з акціями тих емітентів, які є реальними підприємствами з базисних галузей економіки. Зменшення кількості фіктивних інструментів, зупинення торгівлі ними на фондових біржах дало змогу отримати об'єктивну оцінку стану та розміру фондового ринку. Це призвело до зміни капіталізації лістингових компаній, яка знизилась наприкінці 2016 року до 19,64 млрд. грн. з 63,49 млрд. грн. за аналогічний період 2015 року. За 2016 рік, протягом якого тривали процеси очищення, обсяг торгів на фондовому ринку скоротився на 2,07 % [160].

За даними НКЦПФР [133] капіталізацію лістингових компаній вітчизняного фондового ринку за 2012-2016 рр. подано на рис. 2.3.

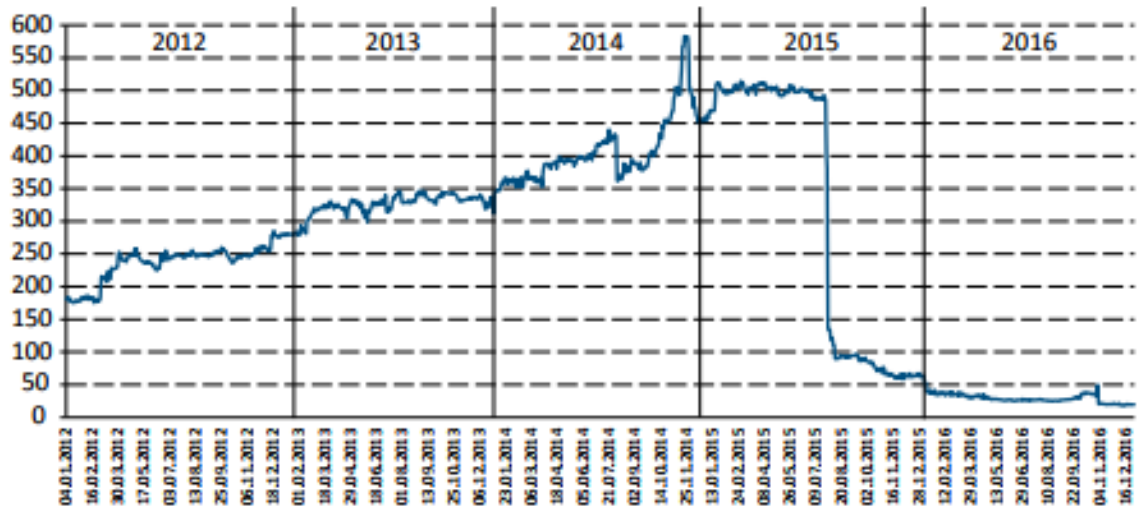


Рис. 2.3. Динаміка капіталізації лістингових компаній вітчизняного ринку цінних паперів

З рис. 2.3. видно, що відбулося зменшення капіталізації лістингових компаній, які призупинили торгівлю цінними паперами на будь-якій фондовій біржі внаслідок низки рішень НКЦПФР наприкінці 2016 року.

Важливим показником рівня розвитку біржового ринку є співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, що наведено на рис. 2.4.

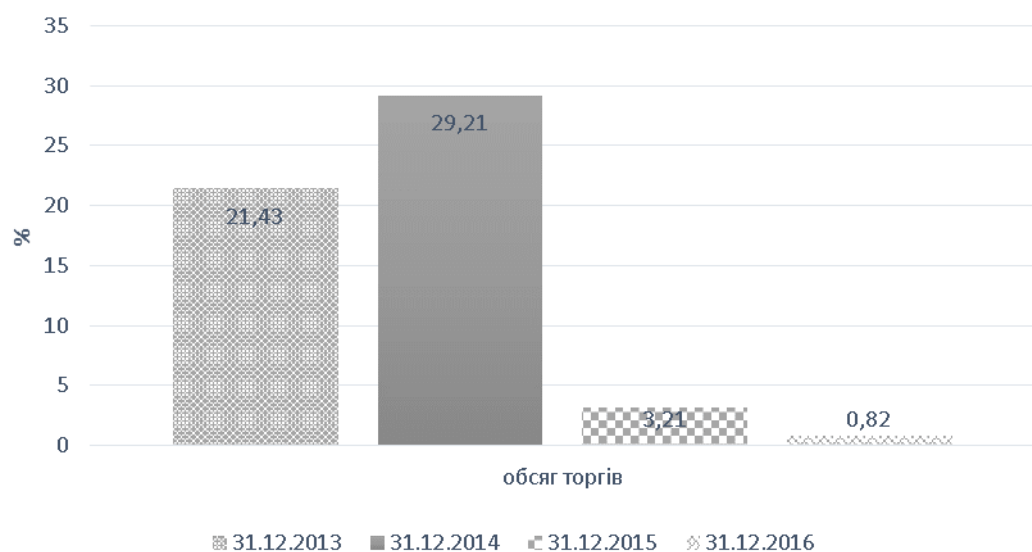


Рис. 2.4. Динаміка оцінки співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП

Як свідчать дані рис. 2.4, цей показник 2016 року знизився порівняно з попередніми роками на 20,61 %, 28,39 % та 2,39 % відповідно, досяг мінімуму за 2013-2016 та становив 0,82 %.

Позитивна динаміка спостерігалась за обсягом торгів акціями на ринку цінних паперів, що наведено на рис. 2.5.

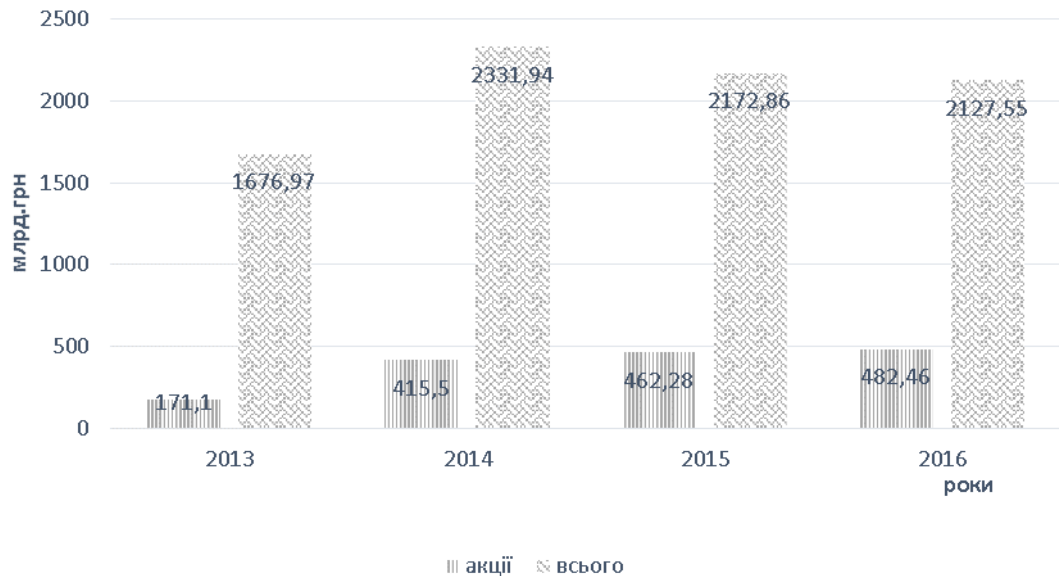


Рис. 2.5. Обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів

За результатами аналізу даних рис. 2.5 видно, що у 2016 році обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів збільшився на 4,37 % порівняно з показником 2015 року та становив 482,46 млрд грн. Зростання обсягу торгів акціями відбулося за рахунок збільшення операцій з цим видом цінних паперів на позабіржовому ринку.

Ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку цінних паперів оцінюється за обсягом емісії цінних паперів вітчизняними товариствами та рівнем їхньої ринкової капіталізації. Перший показник відображає конкурентний попит вітчизняних компаній на фінансові ресурси, а другий – оцінку їхньої вартості інвесторами. За однакової вартості уставного капіталу різні компанії можуть мати більшу чи меншу ринкову капіталізацію (оцінку

вартості інвесторами) залежно від ефективності та прозорості ведення бізнесу, репутації, прибутковості тощо. Чим дорожче інвестори оцінюють компанію, тобто чим більша в неї ринкова капіталізація, тим більший обсяг інвестицій і кращі умови вони згодні запропонувати компанії [181].

Ринкова капіталізація вітчизняних підприємств тісно пов'язана з розвитком фондових бірж в Україні та інфраструктури ринку, змінами в законодавчій сфері, а також рівнем розвитку корпоративного управління. Розвиток ринку цінних паперів України через ринкову капіталізацію компаній дозволяє багатьом вітчизняним підприємствам, по-перше, залучати додатковий капітал через інструменти ринку, а по-друге, підвищити рівень і якість корпоративного управління й стати конкурентоспроможними на світових фінансових ринках [162, 191].

Однак, внаслідок невисокого рівня розвитку ринку цінних паперів спостерігається й ознаки невеликої кількості акцій, що котируються на біржах. Дослідження наукових праць [14, 26, 30, 56, 109, 143, 154] довели, що під терміном «ринкова капіталізація» розуміється ринкова вартість усіх акцій акціонерного товариства. Найбільш точним визначенням ринкової вартості акцій є біржова ціна. Проведені дослідження свідчать, що реально в тій чи іншій мірі ринковій вартості своїх акцій мають поки не більше 60 емітентів – тобто 0,5 % усіх ПАТ в Україні, що складає вкрай низький відсоток. Дослідження довели, що у передкризові 2004–2007 рр. спостерігалось швидке зростання ринкової вартості вітчизняних емітентів (більш ніж у 4,4 рази за індексом ПФТС), а також обсягів зареєстрованих емісій (більш ніж у 3,8 рази) [153]. У 2009–2010 рр. ринкова вартість вітчизняних активів дещо відновилася після значного обвалу у 2008 р. на тлі очікувань відновлення вітчизняної економіки разом зі світовою. З 2011 року й до сьогодні ринкова вартість вітчизняних підприємств знову зменшилася до мінімальних рівнів на тлі невиправданих сподівань інвесторів щодо відновлення економіки та політичної нестабільності [133].

Для підвищення ринкової капіталізації та залучення інвестицій на ринку може відбуватися процес злиття та придбання [192, с. 269]. Згідно даних InVenture Investment Group, 2015 рік визначено не найкращим в історії українського ринку M&A [72, 195]. Втім, низькі показники (кількість угод скоротилася на 24 %, а загальна оголошена вартість скоротилася майже в 6 разів) не обмежують в оптимізмі щодо майбутніх перспектив.

Найбільша частка злиття і поглинання у 2015 р. здійснювалася в галузі охорони здоров'я, зокрема були поглинуті такі компанії, як Cigna Corp, Hospira Inc; в енергетичному секторі – The Williams CosInc, Hutchison Whampoa Ltd; у сфері високих технологій – Altera Corp. Незважаючи на доволі складну економічну ситуацію в країні, станом на 2016 рік спостерігається поживлення на ринку злиття та поглинання (M&A) України. Кількість угод M&A у 2016 році збільшилась майже в 2,5 рази до 84 угод у порівнянні з 2015 роком. Обсяг угод злиття і поглинання в Україні в 2016 році зріс на 20 % - до EUR 605,3 млн. Згідно із базою даних M&A Ukraine, найбільша кількість угод злиття та поглинання в 2016 році була у секторах: банківських послуг (25 угод, з них 12 угод, покупцями виступають резиденти України); будівництва та нерухомості (9 угод, у т.ч. 6 – вітчизняні інвестори); АПК (8 угод, з них 3 – українські інвестиції) [72, 195].

Підсумовуючи результати діяльності ринку злиття та поглинання (M&A) України за 2016 рік, зроблено наступний висновок: найбільша частка інвестиційної діяльності перебуває у банківському секторі; зростає роль китайських інвесторів; не стає меншою частка капіталу російських інвесторів.

Враховуючи вищевикладене та дослідження наукових позицій [30, 91, 94, 95, 102, 156, 190], можна визначити ознаки проблем ринку цінних паперів, які полягають у наступному:

неліквідність вітчизняного ринку цінних паперів в результаті відсутності реальної диверсифікації інструментів торгів. Вітчизняний ринок цінних паперів не виконує функцій публічного ринку, а критерії поділу

акціонерних товариств не відповідають їх суті (бізнес в більшості випадків продавав акції на біржовому ринку, щоб зробити компанію формально публічним акціонерним товариством, а не для того, щоб залучити додаткові кошти);

слабка розвиненість інфраструктури ринку цінних паперів. Вся наявна інфраструктура та система регулювання орієнтовані на великих емітентів, масштаби яких дозволяють працювати з ними іноземним інвесторам;

відсутність достатньої пропозиції інструментів ринку цінних паперів з прийнятними для інвесторів характеристиками щодо дохідності, ризикованості, ліквідності та захищеності, а також відносно незначним обсягом інвестиційного капіталу;

недосконалість ефективного механізму захисту прав інвесторів та власників, складність процедур реструктуризації, як наслідок, обмеженість інструментів ринку цінних паперів;

недосконале законодавче регулювання в цілому та тієї її частини, що пов'язана безпосередньо з фінансовим сектором, а також значне податкове навантаження на інвесторів ринку цінних паперів;

вузький сегмент біржової торгівлі порівняно з позабіржовим;

недостатня прозорість українського ринку цінних паперів;

низький рівень: якості цінних паперів, що перебувають в обігу; розвитку ринку дериватів; капіталізації; ліквідності та високої волатильності цін лістингових цінних паперів.

Погоджуючись з думкою Є. Редзюка [156], зазначено, що становленню прозорого і конкурентоспроможного ринку цінних паперів України сприятиме впровадження та імплементація міжнародних стандартів і законодавчих актів, які без порушень і викривлень регулювали б діяльність на вітчизняному фінансовому ринку і фондовій біржі, поступово розвиваючи та роблячи більш цивілізованим корпоративний сектор, а саме:

впровадження електронного документообігу,

зниження регуляторного і адміністративно-податкового тиску разом із стимулюванням і сприянням виплати дивідендів товариствами в Україні;
здійснення заходів з унеможливлення виведення капіталів за шахрайськими й оптимізаційними схемами.

Як зазначено у джерелі [156], для підвищення цивілізованості ринку необхідно надати міноритарним акціонерам права при голосуванні за виплату дивідендів, отримувати їх, навіть якщо мажоритарний акціонер проти.

На підставі вищевикладеного сформовано низку умов для стабільного розвитку ринку цінних паперів, а саме:

забезпечення прозорості та рівноправності в ланцюжку «акціонер-менеджмент-клієнт», зниження системних ризиків;

інтеграції України в міжнародні фондові ринки;

урегульовані законодавчої бази в цілому фінансовому секторі; економічної та політичної стабільності;

залучення іноземних інвестицій шляхом лібералізації валютного регулювання і запуску великої приватизації;

розробки стратегії інститутів відповідальних за регулювання ринку цінних паперів тощо.

Серед напрямів удосконалення ринку M&A визначено наступні:

вдосконалення законодавчого регулювання національного корпоративного управління;

забезпечення організаційно-економічних процедур M&A;

забезпечення прозорості угод ринку злиття та поглинання;

підвищення захисту прав інвесторів/акціонерів (особливо, міноритарних).

Розділяючи думку І. В. Краснової [102], зазначено, що напрями вдосконалення вітчизняного ринку цінних паперів повинні бути засновані на вирішенні виявлених проблем розвитку і об'єднано в чотири основні групи:

1) удосконалення законодавчої бази;

- 2) розвиток біржової інфраструктури;
- 3) розширення участі в торгах і гармонізація його структури;
- 4) вдосконалення інструментарію й нарощення капіталізації ринку в цілому.

З метою усунення зазначених проблем, нагальною потребою є розробка чіткої та актуальної законодавчої бази щодо становлення ліквідних, надійних та прозорих національних ринків цінних паперів. Першим кроком у цьому напрямку є Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах» [133]. Даний Закон спрямований на удосконалення корпоративного управління в акціонерних товариствах, зокрема, шляхом імплементації до національного законодавства норм Директиви ЄС 2004/25/ЄС від 21.04.2004 про поглинання, що сприятиме захисту прав та інтересів інвесторів. Ще одним важливим заходом у пошуку найбільш досконалих системних показників та факторів у системі корпоративного управління є Комплексна програма розвитку фондового ринку України на 2015 – 2017 рр. [90, 147] та Стратегія сталого розвитку «Україна 2020» [180]. Головною метою Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року [90] є створення фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС.

У результаті реалізації заходів Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року [90] передбачається підвищення ролі ринку цінних паперів у процесах перерозподілу фінансових ресурсів, їх акумуляції для вирішення пріоритетних державних задач, зміцнення фінансового стану організацій та розширення їх інвестиційних можливостей; створення цілісної та ефективною системи ринку цінних паперів та фінансових інститутів; сталий ріст капіталізації ринку цінних паперів та

розширення практики залучення інвестицій з використанням інструментів ринку цінних паперів.

За підсумками проведеного аналізу зроблено висновок, що вітчизняний ринок цінних паперів все ще перебуває у процесі становлення, неспроможний фінансувати вітчизняну економіку в необхідних обсягах і не демонструє істотних позитивних зрушень. Про це свідчать незначні обсяги емісії цінних паперів і відсутність позитивної динаміки їхнього зростання. Водночас, він має потужний потенціал для майбутнього розвитку.

Для обґрунтування вибору товариств для подальших досліджень проаналізовано загальну кількість акціонерних товариств в Україні, що наведено на рис. 2.6.

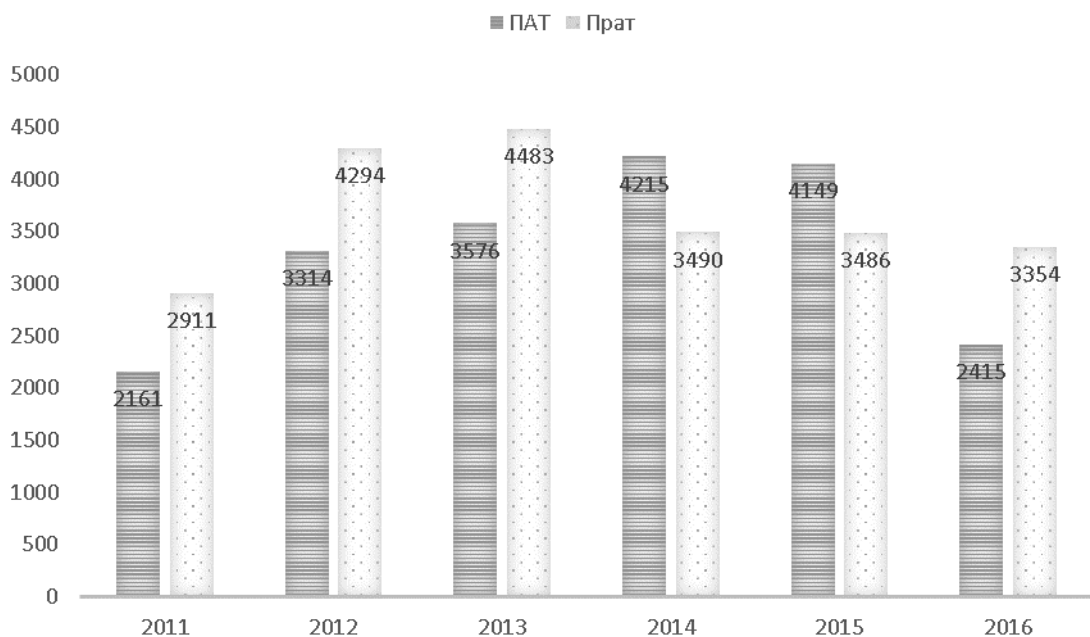


Рис. 2.6. Динаміка кількості акціонерних товариств в Україні

За даними рис. 2.6 можна зробити висновок про скорочення загальної кількості акціонерних товариств протягом 2011-2016 рр. Кількість приватних акціонерних товариств зменшувалася більшими темпами, ніж публічних акціонерних товариств. Проте, надмірна кількість відкритих акціонерних

товариств не відповідають статусу публічних. Дана ситуація більшою мірою обумовлена законодавчими умовами та приватизаційними процесами.

Згідно даних Державного комітету статистики [134] станом на 01 січня 2018 року в Україні зареєстровано 2 186 публічних акціонерних товариств та 5076 приватних акціонерних товариств. В Харківській області налічується 114 публічних та 426 приватних акціонерних товариств. Це один з регіонів, де налічується найбільша кількість публічних акціонерних товариств.

Для вибору товариств у подальших дослідженнях обрано саме публічні акціонерні товариства на прикладі Харківського регіону з метою оцінки фінансово-корпоративного стану товариств та їх альтернативної вартості, для визначення якої потрібна інформація щодо біржового курсу акцій.

Якщо встановити точність довірчої ймовірності у 99 %, та прийняти погрішність ± 5 %, то з генеральної сукупності всіх 114 публічних акціонерних товариств, розмір вибірки становить у кількості 97 товариств.

Основними показниками, що вимірюють вартість при застосуванні підходів та методів оцінки з врахуванням поглядів науковців [101, 108, 121, 197] обрано: прибуток (збиток), чисті активи та чистий рух коштів від операційної діяльності, вихідні дані яких отримано на підставі річної фінансової звітності емітентів за 2016 р. із загальнодоступної інформаційної бази даних Smida та наведено в додатку Е.

Попередній аналіз вищезазначених показників за 2015-2016 рр [66], дозволив провести первинний розподіл акціонерних товариств Харківського регіону для проведення подальших досліджень, який наведено на рис. 2.7.

Як видно з рис. 2.7, всі публічні акціонерні товариства Харківського регіону розподілені на 7 груп: 2 товариства, які за всіма показниками мають від'ємне значення, 19 товариств, які за всіма показниками мають позитивне значення, 39 товариств вилучено з дослідження внаслідок відсутності даних за аналізований період, інші чотири групи включають акціонерні товариства які мають різні значення як позитивні так і від'ємні.

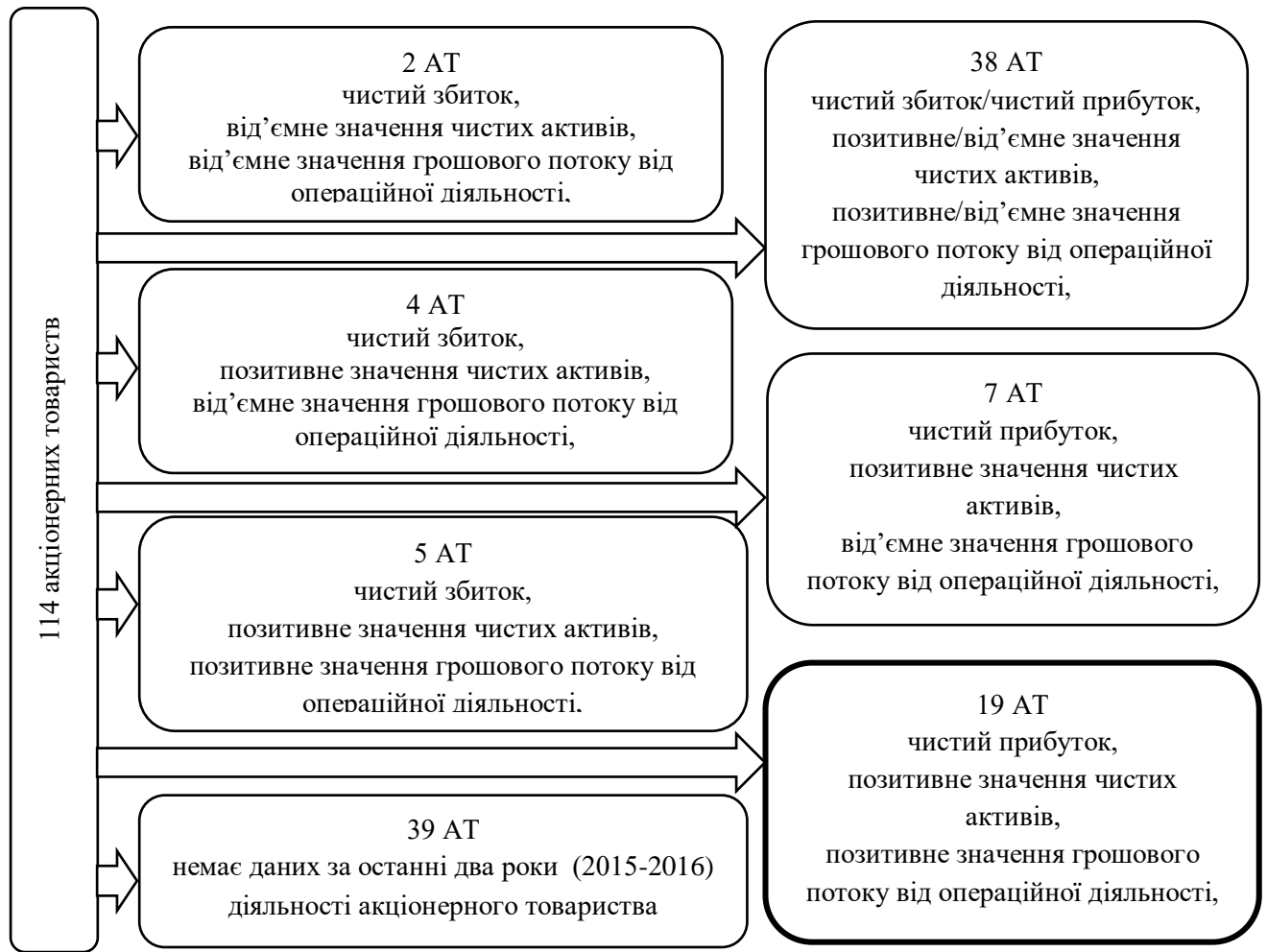


Рис. 2.7. Первинний розподіл публічних акціонерних товариств Харківського регіону для обґрунтування розрахунків вартості на основі характеристики їх діяльності за 2015-2016 рр.

Для підтвердження або зміни розподілу акціонерних товариств на групи, які будуть відображати універсальний напрям для оцінки альтернативної вартості застосовано кластерний аналіз.

Для цього використано пакет аналізу даних STATISTICA 10.0. В STATISTICA реалізовані класичні методи кластерного аналізу, включаючи методи k-середніх, ієрархічної кластеризації і двухвядового об'єднання. Оскільки різні виміри використовують абсолютно різні типи шкал, дані необхідно стандартизувати, так що кожна змінна буде мати середню 0 і стандартне відхилення 1.

Таблиця зі стандартизованими змінними наведена у Додатку Е.

Найбільш важливим результатом, отриманим в результаті деревовидної кластеризації, є ієрархічне дерево, яке наведено на рис. 2.8.

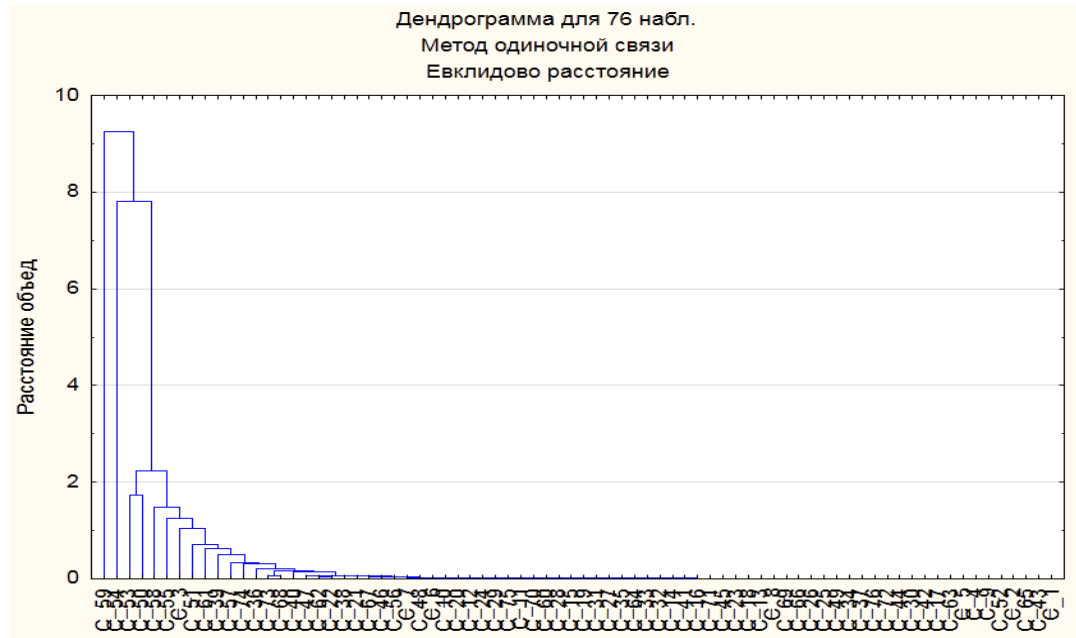


Рис. 2.8. Дендрограма класифікації публічних акціонерних товариств Харківського регіону

Як видно з рис. 2.8, кожен вузол діаграми, представляє об'єднання двох або більше кластерів, положення вузлів на вертикальній осі визначає відстань, на якому були об'єднані відповідні кластери. Виходячи з візуального представлення результатів, можна зробити припущення, що акціонерні товариства утворюють три природних кластера. Перевіримо це припущення, розбивши вихідні дані методом К середніх на 3 кластери, і перевіримо значимість відмінності між отриманими групами.

За отриманими результатами класифікації розраховано середнє значення показників за кожним кластером, щоб оцінити, наскільки вони різняться між собою. Для визначення значущості відмінності між отриманими кластерами використано дисперсійний аналіз. Значення $p < 0.05$, що говорить про значне розходження. Евклідова відстань, результати

дисперсійного аналізу та відповідні їм кластери, а також таблиці описових статистик для кожного з показників відповідного кластеру наведено у додатку Е.

Виходячи з аналізу даних, наведених у додатку Е, можна стверджувати, що в кожному з трьох кластерів знаходяться об'єкти зі схожим впливом.

За результатами кластерного аналізу побудовано графік середніх і довірчих інтервалів для змінних в кожному кластері, що подано на рис. 2.9.

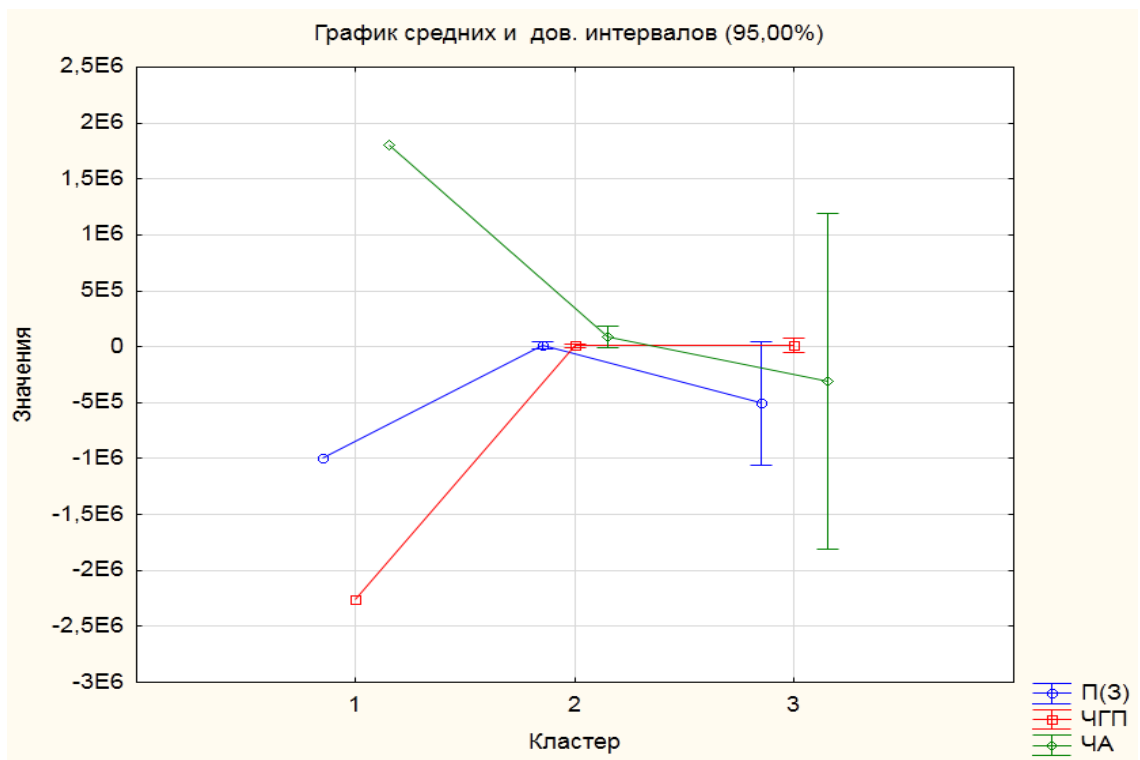


Рис. 2.9. Графік середніх та довірчих інтервалів для кожного кластеру

Таким чином, відповідно до даних рис. 2.9 для кожного кластеру визначена ймовірність подібних значень акціонерного товариств для оцінки його вартості.

У табл. 2.2. подано публічні акціонерні товариства Харківського регіону за кластерними угрупованнями. За даними табл. 2.2. видно, що до кластеру 1 ввійшло лише одне товариство, до кластеру 2 – три товариства, а до кластеру 3 – всі інші 72 товариства.

Таблиця 2.2

Класифікація публічних акціонерних товариств Харківського регіону за кластерами

Кластер 1	Кластер 2	Кластер 3		
ПАТ «Страхове товариство «Надія»	ПАТ «Харківська ТЕЦ -5»	ПАТ «Укргідропроект»	ПАТ «Хімфармзавод «Червона зірка»	ПАТ «Фармстандарт-Біолік»
	ПАТ «ХТЗ ім. С. Орджонікідзе»	ПАТ «Трест «Південзахіденергобуд»	ПАТ «СТОМА»	ПАТ «Харківгаз»
	ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій»	ПАТ «ХМЗ «Світло Шахтаря»	ПАТ «Харківський завод «Точмедприлад»	ПАТ «Харківське підприємство автобусних станцій»
		ПАТ «Український науково-дослідний інститут вогнетривів ім. А.С. Бережного»	ПАТ «Завод залізобетонних конструкцій-15»	ПАТ «Красноградське автотранспортне підприємство 16345»
		ПАТ «ХДКБА «Хімавтоматика»	ПАТ «Племенний завод ім. 20-річчя Жовтня»	ПАТ «Харківміськийгаз»
		ПАТ «ХЕЗ «Укрелекторомаш»	ПАТ «Електромашина»	ПАТ «Промбуд-2»
		ПАТ «Пересічанське ремонтно-транспортне підприємство»	ПАТ «Харківський ремонтно-механічний завод»	ПАТ «КАТП-2006»
		ПАТ «НДІПКІ ЗТУ «ВЕЛТ»	ПАТ «ХНІПКІ «Енергопроект»	ПАТ «Завод «Надія»
		ПАТ «Гусарівський гірничо-збагачувальний комбінат формувальних матеріалів»	ПАТ «АТ Науково-дослідний інститут радіотехнічних вимірювань»	ПАТ «Спеціалізоване конструкторсько-технологічне бюро по турбокомпресорах»
		ПАТ «Харківський верстатобудівний завод»	ПАТ «Харківське автотранспортне підприємство № 16363»	ПАТ «Готель «Мир»
		ПАТ «Роганська картонна фабрика»	ПАТ ТП «Трест «Південтранстехмонтаж»	ПАТ «ПАРК-АВТО»
		ПАТ «Харківський канатний завод»	ПАТ «Харківський підшипниковий завод»	ПАТ «Завод «Електромаш»
		ПАТ «Вовчанська взугтева фабрика»	ПАТ «Харківський завод сантехвиробів»	ПАТ «Шляхове ремонтно-будівельне управління №33»
		ПАТ «Швейна фабрика ім. Тіняков»	ПАТ «Госпрозрахункова база матеріально-технічного постачання»	ПАТ «Інноваційні хіміко-фармацевтичні технології»
		ПАТ «Каравай»	ПАТ «Південелектромонтаж»	ПАТ «Завод Промзв'язок»
		ПАТ «САД»	ПАТ «ГОНГ»	ПАТ «Регіон-Банк»
		ПАТ «Ізюмське»	ПАТ «Великобурлуцький сироробний завод»	ПАТ «Мегабанк»
		ПАТ «Харківський птахокомбінат»	ПАТ «УНДКІ хімічного устаткування»	ПАТ «Імтокс»
ПАТ «Нововодолазький молокозавод»	ПАТ «Турбоатом»	ПАТ «Зв'язок»		

Продовження таблиці 2.2

Кластер 1	Кластер 2	Кластер 3		
		ПАТ «Укрсиббанк»	ПАТ «Побуттех»	ПАТ «Завод ЗБК-13»
		ПАТ «Східно-Український банк «ГРАНТ»	ПАТ «Компанія «МЕТАЛІСТ»	ПАТ «Комаровський молочний завод»
		ПАТ «Агрофірма «Росія»	ПАТ «Важпромелектропроект»	ПАТ «Страхова компанія «Мега-Гарант»
		ПАТ «Хартрон»	ПАТ «Харківський завод «Електропобутприлад»	ПАТ «Мосьпанівське»
		ПАТ «МКТ»	ПАТ «Коннектор»	ПАТ «Агрофірма «8 березня»

Співставляючи отримані дані за рис. 2.7 та за результатами даних табл. 2.2, ті 19 акціонерних товариств, які мають лише стабільне позитивне значення аналізованих показників ввійшли до кластеру 3, а отже подібні та можуть використані для оцінки стану товариств та їх альтернативної вартості.

За результатами табл. 2.2 сформовано вибірку публічних акціонерних товариств Харківського регіону для підтвердження або спростування різних станів ФКСАТ: одне товариство з кластеру 1 (ПАТ «Страхове товариство «Надія»); одне товариство з кластеру 2 (ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій»). Для обрання публічних акціонерних товариств Харківського регіону серед 72 товариств з кластеру 3 встановлено додаткові критерії відбору.

Перелік критеріїв відбору публічних акціонерних товариств та включення їх для розрахунків подано в табл. 2.3.

Таблиця 2.3

Критерії відбору акціонерних товариств для обґрунтування розрахунку вартості

Показник	Критерії відбору
Місце знаходження	Харківський регіон
Котирування акцій	Обов'язкове на фондовому ринку (організований чи позабіржовий)
Чисті активи	Тільки позитивне значення протягом 2 років поспіль

Продовження таблиці 2.3

Показник	Критерії відбору
Чистий прибуток	Прибуток протягом 2 років поспіль
Чистий рух коштів від операційної діяльності	Тільки позитивне значення протягом 2 років поспіль
Дивіденди	Обов'язкове нарахування та сплата

Враховуючи встановлені критерії у табл. 2.3, тільки 19 акціонерних товариств, які мають лише стабільне позитивне значення аналізованих показників за 2015-2016 рр. можуть бути відібрані для подальших досліджень.

У табл. 2.4. доповнено інформацію щодо котирування акцій на біржовому чи позабіржовому ринку та нарахування і сплати дивідендів за 2015-2016 рр. по 19 акціонерним товариствам. Для формування інформації про котирування цінних паперів емітентів попередньо проведений аналіз динаміки біржового та позабіржового курсу за період січень 2015 р. – грудень 2016 р. [158-160] та дані фінансової звітності акціонерних товариств.

Таблиця 2.4

Додаткова інформація для обґрунтування відбору акціонерних товариств Харківського регіону

Акціонерне товариство	Котирування акцій на ринку	Нарахування та виплата дивідендів
ПАТ «СТОМА»	на позабіржовому ринку	+
ПАТ «Харківське підприємство автобусних станцій»	на організованому ринку ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та позабіржовому	+
ПАТ «Український науково-дослідний інститут вогнетривів ім. А.С. Бережного»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	+
ПАТ «Племенний завод ім. 20-річчя Жовтня»	на позабіржовому ринку	-
ПАТ «Пересічанське ремонтно-транспортне підприємство»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	-
ПАТ «НДШКІ засобів технологічного устаткування «ВЕЛТ»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	+/-
ПАТ «Харківське автотранспортне підприємство № 16363»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	-

Продовження таблиці 2.4

Акціонерне товариство	Котирування акцій на ринку	Нарахування та виплата дивідендів
ПАТ «Роганська картонна фабрика»	на організованому ринку ПАТ «Фондова біржа «ІФТС», «Українська біржа»	-
ПАТ «ГОНГ»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	-
ПАТ «Регіон-Банк»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	-
ПАТ «Турбоатом»	на організованому ринку ПАТ «Фондова біржа «ІФТС» та позабіржовому	+
ПАТ «Комаровський молочний завод»	на позабіржовому ринку	-
ПАТ «Страхова компанія «Мега-Гарант»	на організованому ринку ПАТ «Фондова біржа «ІФТС» та позабіржовому ринку	+
ПАТ «Мосьпанівське»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	-
ПАТ «Агрофірма «8 березня»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	-
ПАТ «Харківський НДПКІ «Енергопроект»	не брали участі в торгах на організованих та неорганізованих ринках	-
ПАТ «Завод ЗБК-13»	на позабіржовому ринку	-
ПАТ «Електромашина»	ПАТ «Українська фондова біржа», на позабіржовому ринку	+
ПАТ «Фармстандарт-Біолік»	на позабіржовому ринку	+

За результатами проведеного дослідження за даними табл. 2.4, сформовано вибірку у кількості 6 публічних акціонерних товариств Харківського регіону з кластеру 3 для підтвердження або спростування різних станів ФКСАТ (ПАТ «Стома», ПАТ «Харківське підприємство автобусних станцій», ПАТ «Турбоатом», ПАТ «Страхова компанія «Мега-Гарант», ПАТ «Електромашина», ПАТ «Фармстандарт-Біолік») та 4 публічних акціонерних товариств Харківського регіону з кластеру 3 для розрахунку альтернативної вартості (ПАТ «Стома», ПАТ «Турбоатом», ПАТ «Страхова компанія «Мега-Гарант», ПАТ «Електромашина»), які належать до різних галузей господарства та видів діяльності.

Таким чином, у процесі дослідження визначено проблеми розвитку ринку цінних паперів, проаналізовано основні його показники: капіталізація компаній, які включені до лістингу та ринкова вартість вітчизняних емітентів

тощо. Проаналізована активність на ринку M&A (злиття та поглинання) в Україні та визначені напрями вдосконалення розвитку вітчизняного фондового ринку та ринку M&A. Під час дослідження встановлено вибірку публічних акціонерні товариства Харківського регіону для ґрунтового доведення розрахунків ФКСАТ та альтернативної вартості.

2.2. Визначення системи показників для оцінки вартості акціонерних товариств

На даний час об'єктом наукових досліджень вчених є постійний розвиток та вдосконалення системи показників оцінки вартості та ефективності діяльності акціонерного товариства, як в рамках концепції управління вартістю, так і в рамках фінансового аналізу. Обираючи окремі моделі та методи оцінки вартості бізнесу, науковці виходять з конкретних завдань та емпіричним шляхом досягають певної мети.

Аналіз теоретичних джерел й дослідження сучасних наукових поглядів [26, 28, 57, 59, 81, 84, 92, 101, 119, 121, 140, 142, 143, 197, 200] щодо ґрунтового вибору показників для оцінки вартості акціонерних товариств доводить, що всі показники оцінки вартості можна об'єднати у дві окремі підсистеми:

1 – показники оцінки фінансово-майнового стану та ефективності діяльності акціонерних товариств;

2 – показники оцінки окремої (ринкової, інвестиційної, ліквідаційної тощо) вартості акціонерного товариства.

Погоджуючи з думкою Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Мурин, відзначено, що для оцінки вартості товариства потрібен комплексний підхід [101, с. 72].

Ґрунтуючись на вищезазначеному, побудовано систему оціночних показників для оцінки вартості та визначено показники, що сприяють її підвищенню.

Дослідження наукових позицій [26, 28, 57, 59, 81, 84, 92, 101, 119, 121, 140, 142, 143, 197, 200, 207, 210] доводить, що існують різні точки зору щодо вибору показників оцінки вартості акціонерного товариства, які потребують їх систематизації та універсальності.

Коупленд Т., Колер Т. та Мурін Дж. визначають, що багатьма параметрами, які створюють комплексну систему показників, за якою можна вимірювати вартість, таких як: TRS (загальна прибутковість для акціонерів), DCF (дисконтований грошовий потік), EP (економічний прибуток), EVA™ (економічна додана вартість), CFROI (рентабельність, або прибутковість, інвестицій, обчислена по грошовому потоці), ROIC (рентабельність інвестованого капіталу), EPS (прибуток на акцію), норма прибутку, ринкова додана вартість (MVA) та інше. Але на їх думку, «всі ці дебати про те, який з показників краще, відволікають увагу від головного, для чого потрібна оцінка вартості: допомогти менеджерам приймати плідні рішення і націлити всіх працівників компанії» [101, с.69]. Вони пропонують зосередити увагу на економічних категорія, таких як, наприклад, економічний прибуток, або:

зростання компанії (її доходу і прибутку) і рентабельність інвестованого капіталу(*ROIC*);

показників, які характеризують, що належить у майбутньому, тобто потрібні випереджаючі індикатори. Для акціонерного товариства це може бути висока ринкова вартість компанії і курсова динаміка їх акцій.

Є. Хелферт [197, с. 118] виділяє показники оцінки діяльності підприємства з метою її ефективного управління по трьох позиціях: менеджменту, власників бізнесу та кредиторів.

З позиції менеджменту показники сформовані за трьома напрямками: 1) аналіз операційної діяльності (валовий прибуток, собівартість продукції, величина операційного важеля, порівняння з конкурентами); 2) управління ресурсами (оборотність запасів, дебіторської та кредиторської заборгованостей, ефективність використання людського потенціалу);

3) показники рентабельності бізнесу (рентабельність активів, EVA, рентабельність інвестицій).

З позиції власників бізнесу показники автором сформовані за такими напрямками: 1) показники рентабельності інвестицій (рентабельність довгострокових джерел, рентабельність власного капіталу, прибуток на акцію, грошовий потік на акцію, приріст ринкової вартості акцій, доходність на акцію); 2) розподілення прибутку (дивідендна доходність акцій, частка прибутку, що направляється на дивіденди та реінвестування, відношення дивідендів до величини активів); 3) показники компанії з точки зору фондового ринку (відношення ціни/доходності акції, мультиплікатор грошових потоків, ринкова вартість компанії).

З позиції кредиторів показники сформовані за трьома напрямками: 1) коефіцієнти ліквідності (коефіцієнти поточної, швидкої та абсолютної ліквідності, величина запасів та інших ліквідних активів); 2) показники фінансового важеля (леверидж) (відношення позикових коштів до: активів, власного капіталу, величини капіталізації); 3) обслуговування боргу (покриття відсоткових платежів та основної суми боргу, покриття загальної величини боргового тягаря).

З метою динамічного розвитку (росту) бізнесу Хелферт Є. [197, с. 211] використовує два основних показники: операційного (аналіз беззбитковості) та фінансового важелів (леверидж). На його думку, леверидж – це сприятливий фактор для бізнесу, проте може породити й певні проблеми (при несприятливих ситуаціях на ринку може бути викривлена пропорційність операційного прибутку до витрат та виручки) [197, с. 212].

Одним із показників зростання ринкової вартості підприємства, загального росту вартості акціонерного капіталу та зростання доходності дивідендів на акцію, Є. Хелферт виокремлює показник рентабельності власного капіталу [197, с. 231]. Також він визначає фактори стійкого росту [197, с. 240], які виражені через рентабельність продаж, ефективність

використання активів (їх оборотність), величину важеля та норму реінвестування прибутку.

Головним розробником системи показників акціонерної вартості компаній (Shareholder Value Scoreboard) є А. Раппопорт [121]. На його думку, існує стійка кореляція між ринковою вартістю компаній і даними, що ґрунтуються на використанні таких показників, як економічна додана вартість (EVA) та акціонерна додана вартість (SVA). Метод SVA оцінює збільшення акціонерної вартості капіталу, що визначається як різниця між акціонерною вартістю капіталу (MV), створеною майбутніми інвестиціями, і акціонерною вартістю капіталу (BV), створеною минулими інвестиціями (у спрощеному вигляді – балансовою вартістю акціонерного капіталу) [84, 143, 142].

Прихильники концепції акціонерної вартості та здатності капіталу приносити дивіденди [26], стверджують, що можна використовувати пряму взаємозалежність ринкової вартості підприємства з коефіцієнтами рентабельності власного капіталу, прибутку на одну акцію, дивідендів на одну акцію. Проте, немає достатньої емпіричної бази, яка б підтвердила щільну кореляцію між ними. Також не достатньо доказовими є спорідненість показників співвідношення ринкової та балансової вартості акцій, ціни акцій до прибутку з такими показниками, як: ринкова капіталізація, дивідендна дохідність акції, покриття дивідендів та коефіцієнт їх виплати.

Критеріями зростання ринкової вартості підприємства можуть слугувати також процедури дисконтування та нарощування [53], які в першу чергу, застосовують для оцінки інвестиційних проектів. Незалежно від того, на що передбачає інвестиційне рішення використання ресурсів – придбання нового обладнання, поглинання компанії, вкладання коштів на фінансові інструменти, – необхідно співставити ресурси, що витрачаються сьогодні, з отриманими грошовими потоками в майбутньому [197]. Ті, інвестиційні проекти, які дозволяють отримати перевагу грошових потоків над витратами, формують певну вартість для акціонерів. Завдання ускладняється тому, що

повинні будуть враховані майбутні умови, які характеризуються високим ступенем невизначеності та ризиком.

Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Мурин наголошують, що справжня вартість акцій, в свою чергу, визначається здатністю компанії генерувати в майбутньому грошовий потік або прибуток. По суті, це означає, що інвестори платять за ті результати, яких вони очікують від компанії в майбутньому, а не за те, чого компанія досягла в минулому, і, звичайно ж, не за її нинішні активи [101, с. 59].

Коли ринок проводить переоцінку акціонерних товариств, щоб відобразити зростання звернених до нього очікувань, тут вступає в дію потужний ефект мультиплікатора. У динаміці ціни акцій проявляється приведена вартість будь-якої зміни очікувань, пов'язаних з майбутнім грошовим потоком на всі майбутні роки. Як наслідок, загальна прибутковість для акціонерів (TRS) може піднятися більш ніж на 50 % [101, с. 74].

В. М. Рутгайзер вважає, що вартість публічного акціонерного товариства, акції яких котируються на організованому ринку цінних паперів, можна оцінити за допомогою визначення показників їх капіталізації. Що стосується оцінки вартості приватних акціонерних товариств, то стосовно них необхідні спеціальні розрахунки, що імітують їх «відкритість» [166, с. 16].

Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Мурин [101] зазначають, що потрібні ясні і чіткі цілі та надійні критерії для оцінки своїх успіхів і невдач. На їх думку, головним підсумковим показником була і залишається ринкова ціна акцій (або її динаміка), але крім цього необхідно проаналізувати рентабельність інвестицій, що називається економічним прибутком, який являє собою різницю між рентабельністю інвестованого капіталу і альтернативними витратами, помножену на величину інвестованого капіталу. Окрім того, науковці наголошують, що альтернативний ринковий критерій результативності компанії – ринкова додана вартість (MVA). Ринкова додана вартість обчислюється як різниця між ринковою вартістю компанії (її боргу і

власного капіталу) і величиною інвестованого капіталу. Коефіцієнт ринкова вартість / капітал – варіація показника ринкової доданої вартості, але тільки не в абсолютному (грошовому), а у відносному вираженні – визначається діленням ринкової капіталізації компанії (боргу і власного капіталу) на величину інвестованого капіталу.

У вартості для акціонерів знаходить відображення справжня внутрішня вартість компанії, що визначається її дисконтованим грошовим потоком. Як цінний інструмент стратегічного аналізу, дисконтований грошовий потік не придатний для оцінки минулих результатів або для встановлення короткострокових цільових нормативів. Але величина дисконтованого грошового потоку, в свою чергу, залежить від таких фінансових параметрів, як темпи зростання доходу і рентабельність інвестованого капіталу, а ось їх уже можна використовувати в якості цільових нормативів і критеріїв минулих результатів. Однак фінансові показники слід доповнювати стратегічними і оперативними чинниками вартості, які дозволяють усвідомити, в якому напрямку рухається компанія.

У джерелі [192, с. 249] зазначено, що основними вимірниками цінності бізнесу для акціонерів є:

EVA і SVA – призначені насамперед для внутрішнього використання менеджерами;

NPV, APV, TSR і MVA – переважно для використання інвесторами.

На думку Т. Коллера, Т. Коупленда, Дж. Мурина [101], загальну прибутковість для акціонерів (TRS) можна трактувати як прискорення або уповільнення «біжучої доріжки». Вона служить критерієм досягнутих результатів щодо очікувань фінансового ринку і зміни цих очікувань. Загальна прибутковість для акціонерів показує, наскільки успішно компанія бере «планку», встановлену ринковими очікуваннями; іншими словами, вона відображає поліпшення в діяльності компанії. Що ж стосується ринкової доданої вартості і коефіцієнта ринкова вартість / капітал, то ці показники можна трактувати як нинішню швидкість «біжучої доріжки». Автори

говорять про те, як фінансовий ринок зараз сприймає майбутні результати компанії в порівнянні з величиною вкладеного капіталу. Таким чином, відбувається оцінка абсолютного рівня поточної діяльності компанії.

В орієнтованій на вартість системі управління передбачається, що вартість підприємства визначається дисконтованою величиною майбутніх грошових потоків, а додаткова вартість виникає в тому випадку, якщо рентабельність активів підприємства перевищує середньозважені витрати на капітал. Саме на цьому базовому принципі й заснована концепція EVA [142, с. 42]. Так само, як й інші фінансові показники, EVA можна розкласти на декілька частин, які разом складуть загальну величину. Ця особливість дозволяє узгоджувати створення вартості з діями конкретних виконавців. На думку А. А. Пилипенко EVA разом з показником ринкової доданої вартості (MVA) дозволяє сконцентрувати увагу на пріоритетних напрямках стратегічного управління. Проте, на його основі складно приймати зважені управлінські рішення з урахуванням впливу зовнішніх і внутрішніх факторів. [142].

З метою управління вартістю компанії Є. Хелферт розглядає показники за трьома групами [197, с. 438-443]:

1) прибутку – до них відносять: прибуток на акцію, рентабельність інвестицій, рентабельність чистих активів або капіталізації, рентабельність використаного капіталу, рентабельність власного капіталу;

2) грошового потоку – це: вільний грошовий потік, рентабельність валової суми капіталовкладень у вигляді (виді) грошового потоку, рентабельність інвестицій у вигляді (виді) грошового потоку, сукупний дохід акціонерів, сукупна рентабельність бізнесу;

3) вартості – яку характеризують: мультиплікатори прибутку, мультиплікатори грошових потоків, економічний прибуток або додана економічна вартість, додана ринкова вартість, додана вартість у вигляді (виді) грошових потоків, акціонерна вартість, додана акціонерна вартість.

Є. Хелферт зазначає, що оцінка вартості бізнесу з метою продажу або купівлі є однією із найскладніших завдань, що потребує навичок у

плануванні прибутку та грошових потоків, оцінки ризику та стратегічній інтуїції [188, с. 461].

Ф. Моділіяні та М. Мілер зазначають, що вартість компанії складається з двох компонентів: вартості стабільного стану поточних операцій компанії та вартості її майбутніх операцій [119].

На думку В. О. Щербакова та Н. О. Щербакової, для розрахунку показників при порівнянні з підприємствами-аналогами повинна бути використана єдина методика розрахунку. Для оцінки ефективності стратегій, що реалізуються на фондовому ринку, дивідендної політики підприємства, стратегій маркетингу інвестиційних ідей розраховують такі показники, як: дохід на акцію, цінність акції, рентабельність акції, дивідендний вихід, коефіцієнт котирування акцій [206, с. 89].

Узагальнюючи думки вчених-науковців [26, 28, 57, 59, 81, 84, 92, 101, 119, 121, 140, 142, 143, 197, 200], наведено перелік основних показників для оцінки вартості акціонерного товариства (рис. 2.10).

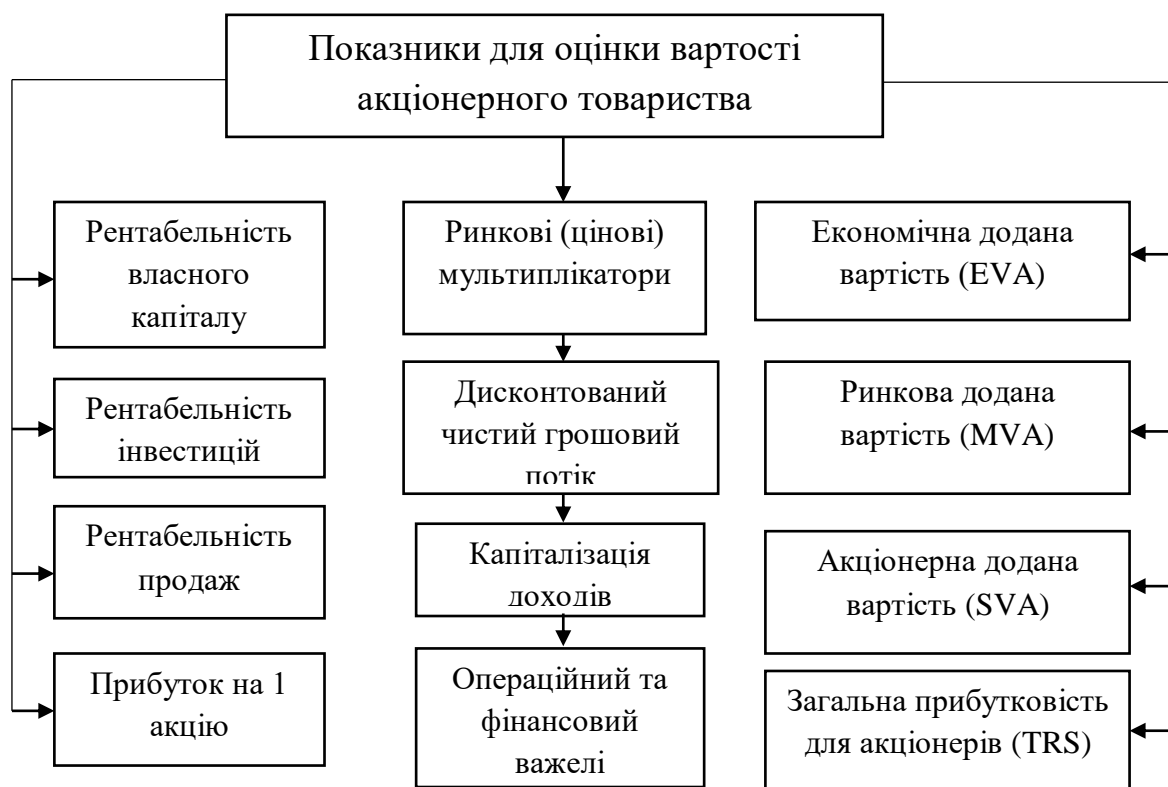


Рис. 2.10. Узагальнений перелік основних показників для оцінки вартості акціонерного товариства

Враховуючи вищенаведене, зроблено наступні висновки:

вибір показників оцінки вартості носить індивідуальний характер, що обумовлений специфічними характеристиками суб'єктів оцінки й поточними та стратегічними цілями оцінки;

для формування системи оцінки показників вартості конкретного акціонерного товариства необхідно враховувати розвиненість або відсутність ринкових інституцій, середовищ, фактори їх стабільності та рівень капіталізації бізнесу, ступеню контролю тощо;

вибір універсального показника або набору показників ускладнюється певним колом обмежень, недостатністю конкретних даних, недостовірність відображення даних фінансової звітності, складністю розрахунків тощо;

використання (застосування) збалансованої системи показників оцінки має стати основою для прийняття управлінських рішень;

всі показники можна розбити на дві окремі підсистеми оцінки: одна – для оцінки фінансово-майнового стану та результатів діяльності акціонерних товариств й ринку цінних паперів, друга – для оцінки майбутніх очікувань зміни вартості акціонерного товариства.

На думку автора, формування системи показників оцінки вартості акціонерного товариства повинно ґрунтуватися на узгодженості цілей та відповідати певним ознакам, які подано на рис. 2.11.

За даними рис. 2.11 головними ознаками системи показників оцінки вартості акціонерних товариств визначено: стійкий взаємозв'язок факторів впливу на вартість та показників оцінки; чітке встановлення цілей оцінки та отримання результатів такої оцінки; включення у модель оцінки тільки важливих показників; встановлення причинно-наслідкових зв'язків показників оцінки та оціночної вартості товариства.

Наведені ознаки формують чіткі критерії відбору показників оцінки вартості та дозволяють достовірно провести таку оцінку.

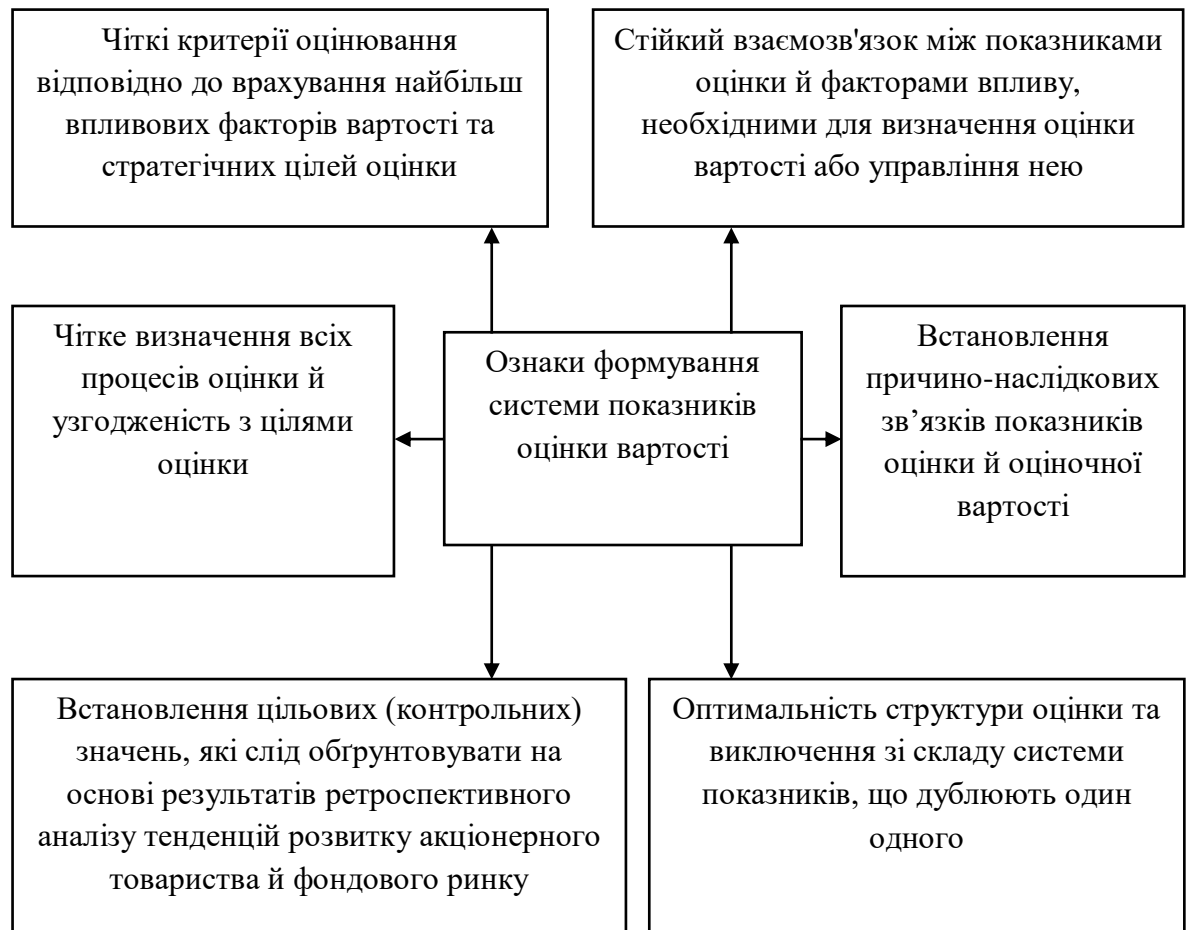


Рис. 2.11. Ознаки формування системи показників оцінки вартості акціонерного товариства

Необхідно зауважити, що важливою умовою вибору певного показника або показників, які характеризують ступінь досягнення цілей мають бути наступні цільові орієнтири: відповідність конкретній меті одного або більше показників простих у розрахунку; обрані показники мають бути прогнозованими; показники оцінки вартості варто обирати так, щоб їх кореляція між собою була мінімальною; врахування факторів ризиків обов'язково в умовах нестабільного політичного та економічного становища.

У табл. 2.5 наведена характеристика методів оцінки та показників-індикаторів оцінки вартості акціонерного товариства, які найчастіше застосовуються для оцінки.

Таблиця 2.5

Характеристика методів оцінки та показників-індикаторів оцінки вартості акціонерних товариств

Показники-індикатори	Метод/модель оцінки	Підхід	Характерні ознаки, вид вартості	Розрахунок	Обмеження для об'єкта оцінки
Економічна додана вартість	Метод EVA	Поєднання витратного (майнового) і дохідного	Оцінка компанії як майнового комплексу. Вартість діючого підприємства	Визначають поточну вартість потоків доданої вартості (EVA) за кожний <i>i</i> -й прогностичний період, а також враховують вже здійснені вкладення капіталу	Тільки для Прат
Ринкова додана вартість	Метод MVA	Дохідний	Оцінка дисконтованої вартості всіх теперішніх та майбутніх інвестицій. Інвестиційна вартість.	Різниця між ринковою вартістю компанії (борг плюс власний капітал) і величиною інвестованого капіталу.	Тільки для ПАТ
Акціонерна додана вартість	Метод SVA	Поєднання витратного (майнового) і дохідного	Оцінюється вартість майна АТ плюс поточний еквівалент чистих доходів. Вартість діючого підприємства та інвестиційна вартість	З поточної вартості операційних грошових потоків, які стануть можливими після здійснення інвестицій (в реновацію основних фондів і продукції, в поповнення запасу та ін.), віднімають поточну вартість цих інвестицій	-
Ринкові (цінові) мультиплікатори	Метод цінових мультиплікаторів (угод, ринку капіталу)	Ринковий (порівняльний)	Оцінюється вартість всього підприємства (контрольного пакета акцій) до вартості міноритарного пакета. Ринкова вартість	Заснований на співвідношенні ринкової вартості акцій компанії до фінансової бази	-
Дисконтований чистий грошовий потік	Метод дисконтування	Дохідний	Прогнозування майбутніх доходів підприємства на кілька років. Інвестиційна вартість.	Вартість об'єкта оцінювання прирівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків (Cashflow) або дивідендів, які можна отримати в результаті володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів	Успішне стабільне акціонерне товариство
Капіталізація доходу	Метод капіталізації	Дохідний	Прогнозування грошових потоків, отримання яких не обмежується у часі. Інвестиційна вартість.	Капіталізація чистого грошового потоку здійснюється шляхом ділення його на ставку капіталізації	Зі стабільними доходами чи стабільними темпами їхньої зміни

За даними табл. 2.5 можна відзначити, що більшість методів оцінки мають певні обмеження щодо оцінки. Це може бути форма власності акціонерного товариства або стабільність та прибутковість діяльності.

У контексті вищевикладеного, на думку автора, дієвим інструментом оцінки вартості акціонерного товариства має стати ціновий мультиплікатор, який відображає співвідношення між ринковою ціною підприємства і будь-яким його показником, що характеризує результати виробничої і фінансової діяльності.

Як такі показники, можна використовувати не тільки прибуток, але і грошовий потік, дивідендні виплати, коефіцієнти оборотності активів та ін.

Метод мультиплікаторів характеризується універсальністю, тому що він може застосовуватися як для оцінки вартості приватних акціонерних товариств, акції яких не котируються на біржі, так і для публічних товариств.

В оціночній практиці найчастіше використовуються два типи стандартних цінових мультиплікаторів [53, 63, 82, 121]: інтервальні; моментні.

До інтервальних можна віднести мультиплікатори: «Ціна / Прибуток»; «Ціна / Грошовий потік»; «Ціна / Дивіденди»; «Ціна / Виручка від реалізації»; «Ціна / Фізичний обсяг». Моментні мультиплікатори такі: «Ціна / Балансова вартість активів»; «Ціна / Чиста вартість активів». Розподіл цінових мультиплікаторів на інтервальні і моментні необхідний для знаходження в розрахунках числа акцій в обігу. Так, при визначенні інтервальних цінових мультиплікаторів необхідно враховувати середнє число акцій в обігу за такий же період, який використовувався при розрахунку конкретного показника. Наприклад, якщо чистий прибуток обчислювався як середня величина за три останні роки, то необхідно визначити середнє число акцій в обігу за ті ж роки [82, с. 218].

Більш повну класифікацію цінових мультиплікаторів наведено у дисертації А. О. Дубовик [63, с. 49], яка визначає їх за наступними критеріями:

- часовий період базового показника – інтервальні та моментні;
- вид базового показника – на основі грошового потоку, дохідні, на основі активів;
- зміст базового показника – фінансові та натуральні;
- джерело інформації – показники фінансових результатів та балансові;
- тип цінового показника – форвардні, мультиплікатори зростання та поточні;
- вид оцінюваних прав власності – для оцінки власного капіталу й всього інвестованого капіталу;
- сфера застосування – універсальні та специфічні;
- розрахунок бази мультиплікатора – з розрахунковою базою та з базою, відображеною у фінансовій звітності.

У той же час мультиплікатори базуються на єдиній стратегічній угоді, що може враховувати унікальні синергії для конкретного покупця, які можуть не мати місця в якій-небудь іншій угоді. При правильному розрахунку ці коефіцієнти можуть надати достовірне розуміння інвестиційної й справедливої ринкової вартості. Ключовим моментом є належна обґрунтованість розрахунків по угодах, що є придатними для порівняння.

Таким чином, під час проведеного дослідження з'ясовано, що найбільш універсальним показником оцінки вартості акціонерного товариства може стати ціновий мультиплікатор. Обґрунтування використання певного мультиплікатора для оцінки вартості акціонерного товариства є метою дослідження у наступних параграфах.

2.3. Розвиток системно-елементного підходу до формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств

Сучасний етап розвитку економіки України потребує вдосконалення та розробки механізму оцінки вартості акціонерного товариства.

Відпрацювання механізму оцінки вартості акціонерних товариств гарантуватиме її достовірну оцінку, виявлення факторів впливу на вартість акціонерних товариств, оцінку та підвищення їх фінансово-корпоративного стану, а також побудови фінансових потоків акціонерних товариств.

Аналіз публікацій у періодичних виданнях [30, 34, 36, 37, 42, 69, 82, 86, 88, 89, 98, 117, 137, 156, 162, 163, 164, 165, 184, 201184], результатів авторефератів та дисертаційних робіт [22, 25, 32, 54, 63, 75, 104, 107, 129, 144, 164, 171, 203] та офіційних документів [90, 124, 125, 146, 147, 148, 149, 150] дав можливість дійти висновку про неузгодженість поглядів щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

Теоретичну основу досліджень, присвячених питанням управління вартості складають праці таких вчених-науковців як І. В. Борщук [26], О. В. Васильєв [37], Л. Гурвиц [184], А. С. Колесніченко [86], Т. Г. Касьяненко [82], Т. В. Момот [121], К. Г. Сердюков [168], І. В. Сердюкова [171], А. О. Чаленко [199], Е. Хелферт [197] та ін. Як свідчать дослідження, на даний час відсутнє єдине та цілісне розуміння щодо змісту і структури механізму оцінки вартості акціонерного товариства, узгодженості взаємодії між суб'єктами оцінки та ін. Це можна пояснити недостатністю досліджень даного питання в теоретичному і методичному аспекті, що визначає необхідність його подальшого розвитку. Враховуючи зазначене, актуальним стає розробка методики формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства через взаємодію його основних складових та з врахуванням всіх важелів та інструментів, що повинні бути спрямовані на досягнення певної мети – оцінки альтернативної вартості.

Серед науковців склалось декілька обґрунтованих думок щодо підходів до побудови механізму взагалі. Згідно з працями [184, 199] для створення дієвого механізму необхідно застосовувати процесний підхід, який є більш точним та тотожним відносно реальної фінансової системи та переважним для рішення завдань моделювання. Процесний підхід трактує управління як серію безпосередніх взаємопов'язаних дій.

Ці дії, кожна з яких вже є процесом, значною мірою визначають успіх діяльності акціонерних товариств.

За використання системного підходу до створення механізму виступають такі вчені як А. С. Колесніченко [86], Т. Г. Касьяненко [82], Е. Хелферт [197]. Системний підхід – спосіб дослідження організацій, що мають спільну мету, тобто систем, і який, як відомо, складається з системного аналізу об'єкта і системного синтезу його моделі, та пов'язаний з урахуванням різноманітних конкретних мотивацій учасників [82, с. 11].

Ситуаційний підхід ґрунтується на тому, що пріоритетність методів оцінювання визначається ситуацією. Через те, що науковці визначають широкий перелік факторів як у самому товаристві, так і у зовнішньому середовищі, то не існує єдиного «кращого» методу оцінки. Щодо конкретної ситуації найефективнішим є той, що найбільш повно відповідає її суті.

Вартісний підхід, у рамках якого критерієм інвестиційної привабливості підприємства є зростання його вартості. Прихильниками такого підходу є І. В. Борщук [26], А. Дамодаран [55], Т. Коллер, Т. Коупленд та Дж. Мурін [101], Ф. Моділіяні та М. Мілер [119], Т. В. Момот [121] та ін.

З огляду на запропоноване в розділі 1 п. 1.2 визначення «механізму оцінки вартості акціонерного товариства» автором запропоновано використання системно-елементного підходу до його формування через виявлення та розкриття складових елементів системи. Зазначено, що механізм оцінки вартості є результатом дії системи факторів (часу, вартості та ризику) й одночасно визначає успішність акціонерного товариства як інструмент досягнення поставленої мети – оцінки альтернативної вартості.

Ознаками системно-елементного підходу визначено такі критерії:

цілеспрямованість – обґрунтування мети механізму, який розглядається (оцінка альтернативної вартості акціонерного товариства);

цілісність – визначення сутності поняття «механізму оцінки»; повне розкриття його теоретичного базису: принципів, функцій, факторів впливу; етапи формування механізму оцінки вартості;

ієрархічність – встановлення взаємодії механізмів різного напрямлення, врахування структурної організації, розробки і використання критеріїв оцінювання та формування методичного забезпечення оцінки вартості;

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);

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

Зазначений підхід до формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств складається з етапів та полягає у визначенні процесу оцінки вартості як структури окремих взаємодій між всіма учасниками оцінки, що виконуються послідовно.

Запропоновано етапи формування механізму оцінки вартості, які подано на рис. 2. 12.

Представлені на рис. 2.12 етапи формування механізму оцінки вартості мають такий вигляд:

1 етап – моніторинг нормативно-законодавчих документів. Важливо проаналізувати всю нормативно-законодавчу базу для подальшої роботи;

2 етап – діагностика наявності механізму та потреба в його вдосконаленні. На цьому етапі важливе виявлення недоліків вже існуючого механізму або встановлення його відсутності для подальшого формування;

3 етап – розробка структури механізму, яка повинна 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);

4 етап – впровадження результатів оцінки за розробленою структурою механізму, що складається з двох частин: апробації сформованого механізму та інтерпретації його результатів.



Рис. 2.12. Етапи формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств

Розроблену структуру механізму оцінки вартості акціонерних товариств подано на рис. 2. 13.

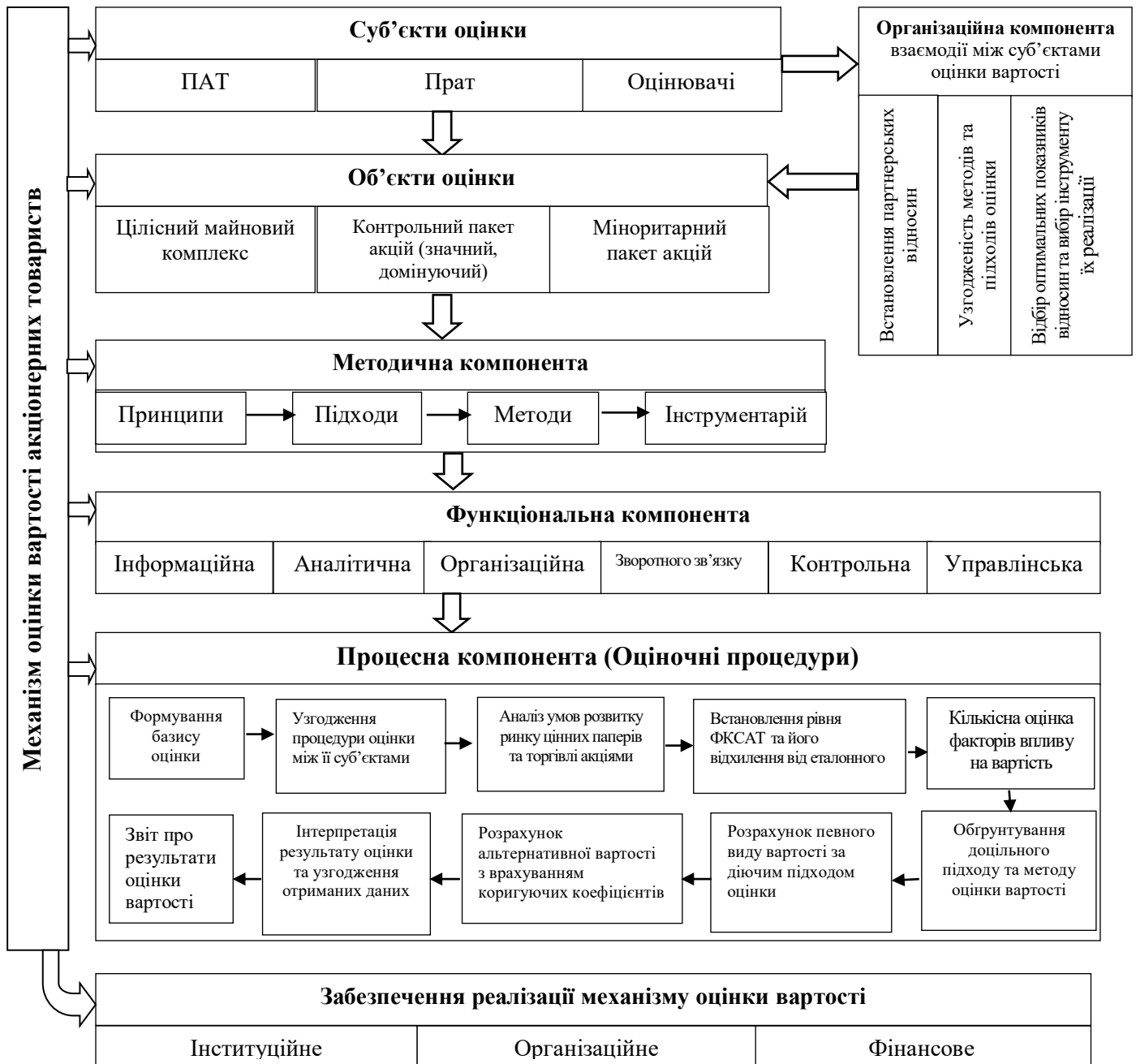


Рис. 2.13. Структура механізму оцінки вартості акціонерних товариств

Дослідження структури механізму оцінки вартості акціонерних товариств, який наведено на рис. 2.13 логічно здійснювати через визначення об'єктів і суб'єктів оцінки та встановлення компонент вказаного механізму.

Запропонований підхід до формування механізму оцінки вартості включає організаційну, методичну, функціональну та процесну компоненту,

які в свою чергу, складаються з певних елементів. У такому вигляді механізм дає уявлення про загальну концепцію оцінки вартості акціонерного товариства, а складові елементи механізму визначають основні компоненти системи, що реалізує системно-елементний підхід. Дієвість механізму оцінки вартості має забезпечуватись вдосконаленням законодавства у сфері регулювання ринку цінних паперів (РЦП) та діяльності акціонерних товариств, розробкою методичного інструментарію щодо оцінки фінансово-корпоративного стану та факторів впливу на вартість акціонерних товариств.

Реалізація елементів механізму оцінки вартості акціонерних товариств відбувається з використанням відповідного фінансового, інституційного та організаційного забезпечення, що можуть концентруватись як на рівні самого товариства, так і залучатись ззовні.

Дія механізму оцінки вартості акціонерних товариств відбувається через встановлення нормативно-правових вимог певними установами. Так, НКЦПФР є національний регулятором ринку цінних паперів, здійснює правове регулювання взаємовідносин учасників ринку та захищає інтереси інвесторів.

Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку (УФТ) веде активну участь у розробках, внесенні змін та наданні пропозицій до нормативних актів НКЦПФР, налагоджує ефективну співпрацю з державними органами, депозитарними та банківськими установами, фондовими біржами тощо. Фонд державного майна здійснює державне регулювання у сфері оцінки майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність.

У зв'язку з цим, обов'язковим є створення інституційних умов для захисту прав акціонерів та інвесторів, що створює необхідність розвитку структури інститутів та їх взаємозв'язку.

Інституційне та фінансове забезпечення механізму оцінки вартості акціонерних товариств подано на рис. 2.14.

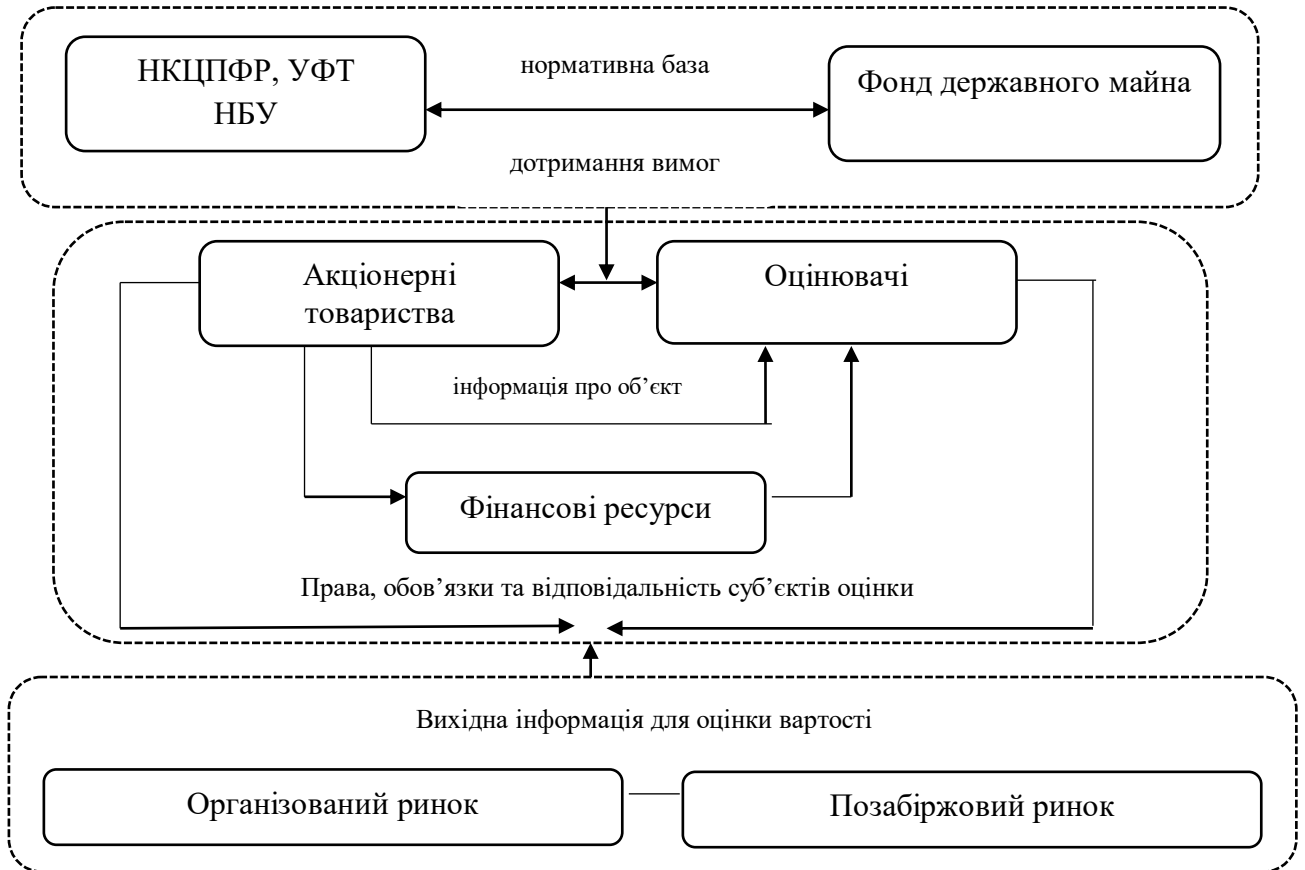


Рис. 2.14. Інституційне та фінансове забезпечення механізму оцінки вартості акціонерних товариств

Як видно з рис. 2.14, для забезпечення реалізації механізму оцінки вартості необхідним є дотримання вимог нормативної бази, яка розроблюється відповідними установами (НКЦПФР, НБУ, Фондом державного майна). Для здійснення оцінки вартості необхідно мати фінансові ресурси та інформацію про об'єкт. Замовником такої дії визначено акціонерне товариство, а виконавцем – оцінювача, який на підставі отриманих даних та ресурсів виконує таку оцінку.

З метою поглиблення дії реалізації механізму оцінки вартості акціонерного товариства необхідним є вдосконалення організаційної компоненти такого механізму. З метою уникнення конфліктних ситуацій щодо спірних юридичних та методичних аспектів процесу оцінки необхідно

визначити узгодженість дій між різними його учасниками, що можна розглядати у таких аспектах:

з урахування взаємодії між безпосередніми учасниками (суб'єктами) механізму оцінки вартості (акціонерними товариствами - замовниками та оцінювачами-виконавцями);

з урахуванням взаємодії між представниками акціонерного товариства, оцінювачами, фондовою біржою та державою.

Для формування взаємозв'язків між різними суб'єктами механізму, який розглядається, запропоновано використання кластерного принципу. Ґрунтовність цього базується на тому, що кластерний принцип є найбільш економічно ефективним, конкурентоспроможним та перспективним напрямом кооперації між учасниками тієї або іншої економічної взаємодії [22, 31, 35, 82, 103, 205].

Кластерна концепція фокусується на зв'язках і взаємозалежності між компаніями, об'єднаними в мережну структуру для виробництва продукції, послуг, інвестицій та інновацій. Кластери відрізняються від інших форм співробітництва компаній тим, що фірми, що беруть участь у ньому, утворюють нову мережу [31, 34, 80, 108].

Однак у будь-якому випадку дію кластеру засновано на врахуванні позитивних синергетичних ефектів агломерації різних суб'єктів господарювання, мережових принципах організації господарського процесу. Цьому ж сприяє, притаманна для кластерних об'єднань відсутність кордонів між секторами економіки та видами діяльності, що розглядаються в цьому випадку як взаємопов'язані та взаємодоповнюючі [26].

Тому питання із застосування аналітичного кластерного підходу щодо розвитку механізму оцінки вартості в напряму організаційної компоненти взаємодії між суб'єктами оцінки має як теоретичне, так й практичне обґрунтування, а тому можна вважати основою розробки відповідних пропозицій.

Акцентовано увагу на те, що кластерний аналіз застосовується лише як частина всього механізму оцінки вартості.

Серед характерних ознак кластерних угруповань, що дозволяють визначити організаційну компоненту взаємодії між суб'єктами оцінки з погляду розкриття механізму оцінки вартості акціонерного товариства, варто віднести наступні:

наявність ядра кластеру, що визначатиме його існування та стратегію кластера в цілому;

концентрація основної маси суб'єктів оцінки – учасників кластеру;

стійкість взаємозв'язків між суб'єктами оцінки;

координацію взаємодії учасників кластерного угруповання в рамках основних систем оцінки вартості.

Для досягнення впорядкованості та структуризації відносин всіх суб'єктів оцінки, запропонована структура взаємодії учасників оцінки, що представлено на рис. 2.15.

Всі пунктирні лінії, що представлені на рис. 2.15, складають окремий блок такої кластеризації. На рис. 2.15 наведено права, обов'язки та відповідальності як з позиції акціонерного товариства, так і з позиції оцінювача. При цьому характеристика відносин між суб'єктами оцінки може базуватися на різних показниках, що узагальнюються воедино завдяки різним методам та підходам. Також перспективність розвитку відносин, їх ефективність та безконфліктність буде вище, якщо сторони дійдуть до згоди щодо однакових підходів та методів оцінки вартості.

Таким чином, запропонована структурна кластеризація є універсальною та підходить для формування партнерських відносин між суб'єктом оцінки з урахуванням різних моделей визначення кластерного угруповання.

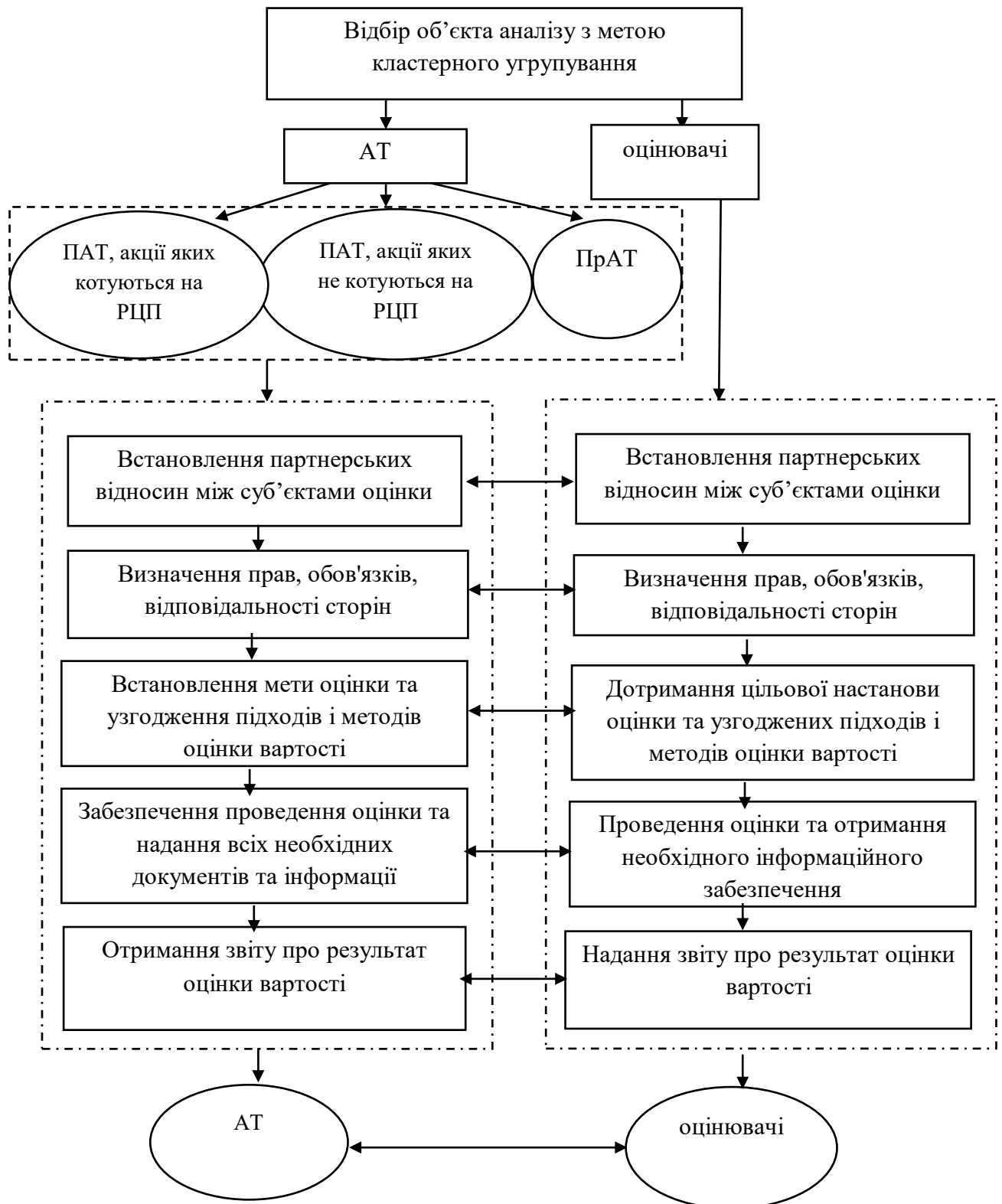


Рис. 2.15. Структура взаємодії між суб'єктами оцінки

Логічне формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства можливе на основі глибинного вивчення процесу оцінки та розкриття її елементів.

Процес оцінки вартості – це певна послідовність дій, що виконуються оцінювачем під час визначення ним вартості об'єкта [53].

В узагальненому виді процес оцінки вартості підприємства на думку науковців В. Р. Кучеренко [139], А. Г. Грязнової та М. А. Федотової [53] включає наступні етапи:

укладання договору на проведення оцінки вартості підприємства та постановка завдання;

попередній огляд та складання плану робіт, збір вихідної інформації про об'єкт оцінки;

вибір та обґрунтування методології оцінки;

застосування методичних підходів, методів та оцінних процедур;

проведення аудиторської перевірки та інвентаризації майна (якщо це передбачено законодавством чи обраним методологічним підходом);

узгодження результатів оцінки, отриманих із застосуванням різних методичних підходів і методів оцінки;

складання звіту про оцінку підприємства та висновку про вартість об'єкта оцінки на дату оцінки; затвердження результатів оцінки; рецензування звіту про оцінку.

У джерелі [69], оцінка вартості є складним та трудомістким процесом, який складається з наступних стадій (етапів):

1. Визначення проблеми (ідентифікація підприємства, виявлення предмета оцінки, визначення дати оцінки, формулювання цілей і функцій оцінки, визначення виду вартості, ознайомлення замовника з обмежувальними умовами).

2. Попередній огляд підприємства та укладення договору на оцінку (попередній огляд підприємства і знайомство з його адміністрацією, визначення вихідної інформації та її джерел, визначення складу групи

експертів-оцінювачів, складання завдання на оцінку та календарного плану, підготовка і підписання договору на оцінку).

3. Збір і аналіз інформації (збір та систематизація загальних даних, збір і систематизація спеціальних даних, аналіз найкращого та найбільш ефективного використання).

4. Аналіз кон'юнктури ринку (аналіз наступних показників: дані про промислове виробництво, динаміка капіталовкладень, відомості про замовлення, показники по праці, внутрішній товарообіг, зовнішня торгівля, показники кредитно-фінансової системи, ціни).

5. Вибір методів оцінки та їх застосування для оцінки аналізованого об'єкта.

За визначенням В. П. Корягіна процес оцінки вартості підприємства включає такі етапи [91, с. 39]:

встановлення цілей оцінки вартості підприємства;

обрання виду вартості, що визначатиметься;

обрання методу оцінки вартості підприємства;

обрання підходу до оцінки вартості підприємства.

У джерелі [137, с. 13-22] до процесу оцінки вартості бізнесу виділено три основних етапи:

підготовчий етап (вибір стандарту вартості і методів оцінки; підготовка інформації для проведення оцінки; коригування інформації щодо темпів інфляції; оцінка фінансового стану компанії; оцінка ризиків компанії);

оціночний етап (проводиться виконання необхідних розрахункових процедур, передбачених обраними методами оцінки бізнесу);

заключний етап (коригування вартості на фінансовий стан, частку, що оцінюється (ступінь контролю) та на рівень ліквідності, диверсифікованість виробництва тощо; складання звіту про оцінку).

Розроблена автором структура процесу оцінки вартості акціонерного товариства наведена на рис. 2.16.

Згідно даних рис. 2.16, процес оцінки охоплює: вхідні елементи, структурні елементи оцінки та вихідні елементи.

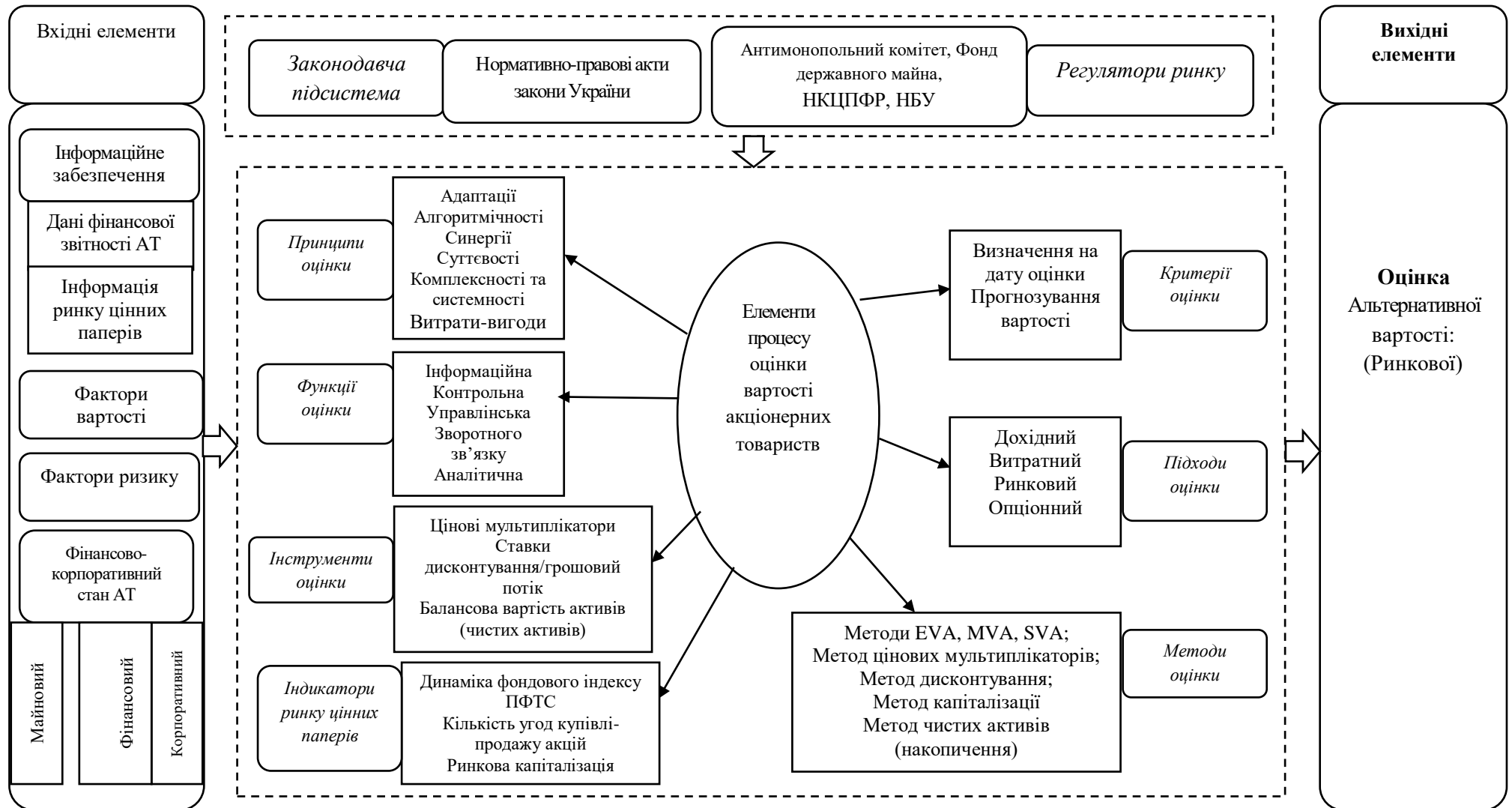


Рис. 2.16. Структура процесу оцінки вартості акціонерного товариства

Вхідними елементами підготовчого етапу оцінки вартості акціонерного товариства є інформаційне забезпечення, аналіз та квантифікація факторів вартості, ризику та фінансово-корпоративного стану. Структурними елементами оцінки визначені: принципи, функції, інструменти та індикатори фондового ринку, критерії, методи та підходи оцінки. Вихідними елементами такого процесу є оцінка альтернативної вартості акціонерного товариства та узгодженість цієї оцінки.

Ретельне дослідження процесу оцінки вартості акціонерних товариств логічно розпочати з аналізу і систематизації його елементів. Групування факторів, завдань, етапів та інструментарію оцінки сформовано у вигляді положення процесу оцінки, яку подано на рис. 2.17.

Згідно даних рис. 2.17 першим кроком визначається вплив зовнішнього середовища у вигляді факторів впливу на вартість акціонерного товариства.

До завдань оцінки вартості акціонерного товариства віднесено:

1. Оцінка факторів впливу на вартість акціонерного товариства. Цільова спрямованість такого завдання полягає у визначенні які саме фактори вартості та ризику впливають на вартість акціонерного товариства на дату оцінки. Інструментом (засобом) реалізації оцінки факторів вартості та ризику акціонерного товариства виступає запропонований методичний підхід, який передбачає поступове оцінювання кожного фактору з метою розробки сценарію їх впливу на вартість та корегування альтернативної вартості акціонерного товариства.

2. Формування системи показників оцінки фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства (далі – ФКСАТ) та його оцінка. Оцінювання ФКСАТ відбувається з використанням певного методичного інструментарію. Цільова спрямованість такого завдання полягає у ретроспективній оцінці ФКСАТ на момент оцінки. Інструментом (засобом) реалізації аналізу ФКСАТ виступає використання бального підходу до визначення інтегрального показника, якому передують оцінювання всіх компонент стану: майнового, фінансового та корпоративного.

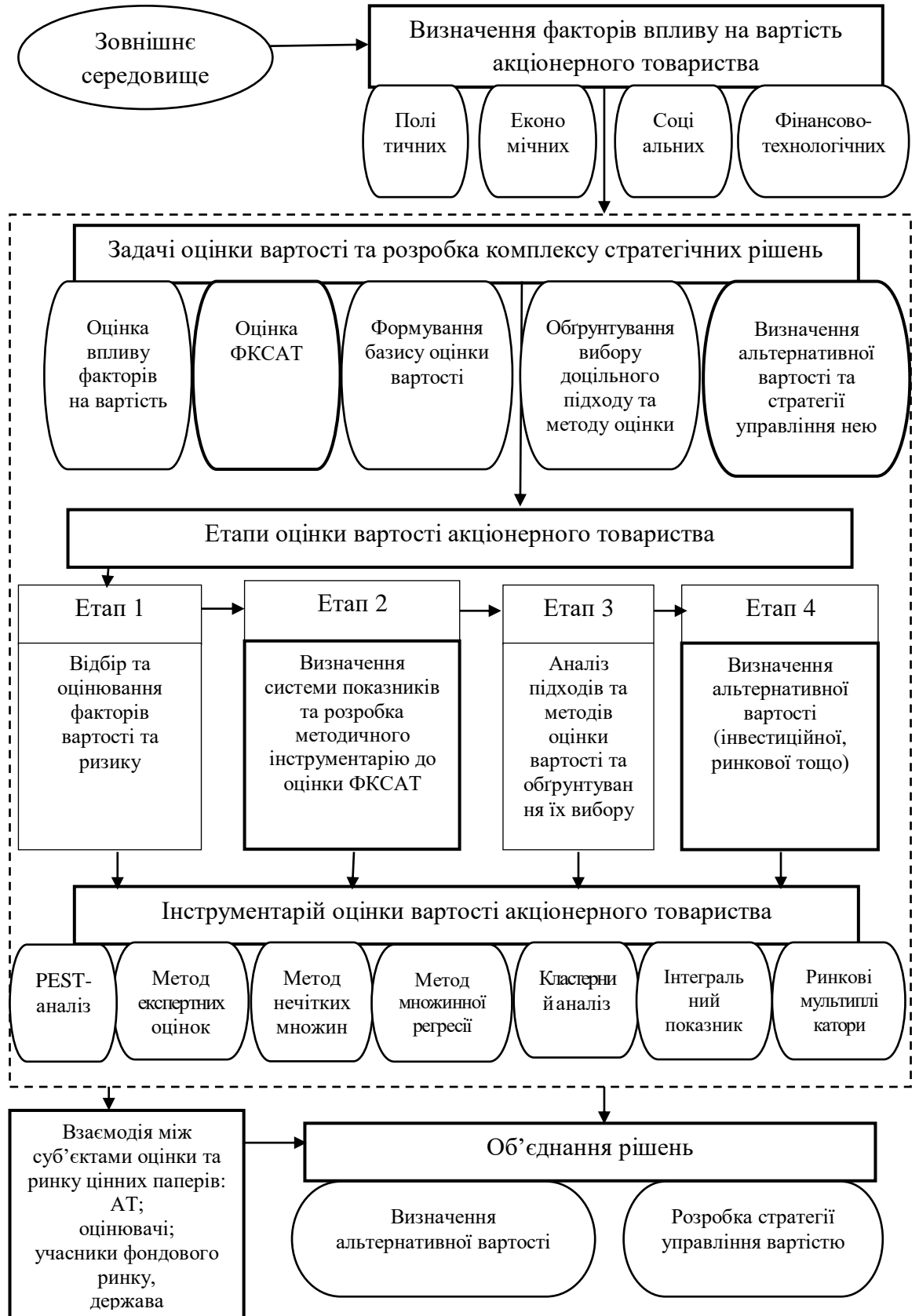


Рис. 2.17. Положення процесу оцінки вартості акціонерного товариства

3. Формування базису оцінки, мета якого полягає у визначенні й обґрунтуванні таких базових основ дослідження, як підходи, методи та показники-індикатори для оцінки вартості. При цьому обов'язковою умовою даного завдання є не випадковість присутності того чи іншого показника в його оціночному просторі, а пряма залежність від ступеня обґрунтованості обраних показників-індикаторів. Інструментом реалізації даної мети є обґрунтування використання ринкового (цінового) мультиплікатору для оцінки альтернативної вартості товариства.

4. Вибір підходу та методу оцінки вартості. Цільова спрямованість такого завдання направлена на обґрунтування доцільного підходу та методу оцінки вартості акціонерного товариства. Інструментом реалізації виступає узгодженість оцінок вартості різними методами й обрання найкращого за допомогою теорії ігор (матричних методів).

5. Визначення альтернативної вартості акціонерного товариства та стратегії управління нею. Цільова спрямованість такого завдання направлена на визначення альтернативної вартості акціонерного товариства з врахуванням поправочних коефіцієнтів факторів впливу та рівня фінансово-корпоративного стану. Оцінка альтернативної вартості акціонерного товариства може враховувати фактор часу, якщо для оцінки вартості застосовуються методи дисконтування або капіталізації. Вихідною інформацією для оцінки вартості є обрані показники оцінки вартості акціонерного товариства. Інструментом реалізації даної мети виступає розроблена процедура оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства з використанням обраного підходу оцінки.

Кінцевим етапом методики формування механізму оцінки вартості є розробка комплексу стратегічних рішень на основі отриманих результатів оцінки альтернативної вартості щодо підвищення вартості товариства. У залежності від певної мети оцінки здійснюється вибір найбільш доцільної

стратегії. Цільова спрямованість полягає в проведенні стратегічного аналізу та розробці стратегічного профілю акціонерного товариства.

Взаємодія механізму оцінки вартості акціонерного товариства з іншими механізмами подано на рис. 2.18.



Рис. 2.18. Просторова декомпозиція взаємодії механізмів для оцінки вартості акціонерного товариства

За даними рис. 2.18 видно, що на формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства чинять вплив як зовнішні, так і внутрішні фактори та механізми. Правовий механізм та механізм регулювання фондового ринку є зовнішніми процедурами, а безпосередньо формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства залежить від діючих та результативних механізмів формування акціонерного капіталу, корпоративного управління та ґрунтовно розробленого механізму щодо управління вартістю.

Зазначено, що запропонований підхід до формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства виявляє його цілісну теоретичну базу. Запропонований механізм оцінки вартості акціонерного товариства дозволяє усунути проблеми законодавчого, інституційного, організаційно-методичного характеру, сприятиме розвитку інструментів та фінансової стабільності акціонерного товариства.

Ключовою ланкою формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств виступає обґрунтування дієвого методичного інструментарію, чому і присвячені параграфи наступного розділу.

Висновки за розділом 2

1. Проведене оцінювання стану ринку цінних паперів продемонструвало, що в цілому, він має потужний потенціал розвитку. Визначено, що формування ринку цінних паперів знаходиться під впливом чисельних негативних чинників, а саме: законодавчої бази; біржової інфраструктури; інструментарію й нарощення капіталізації ринку в цілому. Вітчизняний ринок цінних паперів все ще перебуває у процесі становлення, неспроможний фінансувати вітчизняну економіку в необхідних обсягах і не демонструє істотних позитивних зрушень. Сталий розвиток ринку цінних паперів та підвищення ринкової капіталізації неможливе без врахування чинників, що безпосередньо впливають на вартість акціонерних товариств.

2. Визначено критерії відбору публічних акціонерних товариств Харківського регіону з метою ґрунтовного доведення для подальшої оцінки фінансово-корпоративного стану та визначення альтернативної вартості товариств. Означені критерії «прибутковості діяльності», «позитивних значень показників грошового потоку» та «чистих активів» як пріоритетних для оцінки, дозволили виокремити кластер, до якого входять такі товариства. Обрано Харківський регіон як один з найбільших регіонів по кількості публічних акціонерних товариств.

3. Аналіз показників та методів оцінки вартості акціонерного товариства доводить, що кожен із методів оцінки має свої переваги та недоліки, а використання того чи іншого показника обмежено сферою їх застосування. На основі дослідження основних показників оцінки вартості акціонерного товариства узагальнено базові методи оцінки та показники-індикатори оцінки вартості акціонерного товариства. Запропоновано ознаки формування системи показників оцінки вартості акціонерного товариства та визначено ціновий (ринковий) мультиплікатор як дієвий інструмент оцінки вартості (найбільш універсальним показником для оцінки вартості акціонерного товариства).

4. Наведено структурування основних елементів механізму оцінки вартості акціонерного товариства, що дозволило визначити спрямованість дій суб'єктів оцінки та розкрити 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 акціонерного товариства 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 акціонерного товариства».

Результати досліджень опубліковано в [4, 11, 12, 168].

Список використаних джерел [14, 22, 25, 26, 28, 30, 31, 32, 34, 35, 36, 37, 42, 54, 56, 57, 63, 66, 69, 72, 74, 75, 79, 80, 81, 82, 84, 86, 88, 89, 90, 91, 92, 94, 95, 98, 101, 102, 103, 104, 105, 107, 108, 109, 116, 117, 119, 121, 124, 125, 129, 133, 134, 137, 140, 142, 143, 144, 146, 147, 154, 156, 157, 158, 159, 160, 162, 163, 164, 165, 168, 171, 180, 184, 190, 191, 192, 195, 197, 199, 201, 203, 205, 207, 209, 210].

РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

3.1. Удосконалення процедури інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства

Згідно з Порядком визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу [149] під час стандартизованої оцінки пакета акцій використовується також відповідним чином опрацьована інформація про фінансовий стан акціонерного товариства та фінансово-економічні показники за видами економічної діяльності.

У разі коли базовим показником є ціна продажу (пропонування) цілісного майнового комплексу його ринкова вартість визначається як добуток фінансово-економічних показників, що характеризують діяльність товариства.

Економічна наука містить широке коло методичних рекомендацій, які запропоновані провідними фахівцями та забезпечують обґрунтований вибір напряму дій оцінки вартості або оцінки стану, резервів та результатів діяльності акціонерних товариств. Проте, науковці залишають поза увагою специфіку діяльності акціонерних товариств, яка насамперед, визначається рівнем корпоративного управління, чутливістю акцій на ринкові зміни, їх цінністю для акціонерів та ін. Внаслідок вищенаведеного, існує необхідність в формуванні системи показників оцінки фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств.

Дослідженнями оцінки фінансово-майнового стану та рівня корпоративного управління займалися такі вчені-науковці, як Л. Р. Гилязова [44], В. В. Гой [45], К. О. Горова [46], Р. С. Каплан та Д. П. Нортон [81],

Т. В. Ларікова [108], О. В. Мороз та Н. П. Карачина [123], А. Н. Петров [179], О. В. Федорук [193], В. О. Щербаков та Н. О. Щербакова [206]. Проте, не достатньо дослідженими залишаються питання корпоративного стану акціонерних товариств. Саме тому питання розробки процедури оцінювання фінансово-корпоративного стану в їх взаємозв'язку і взаємозумовленості потребують вдосконалення.

У контексті формування зазначеного проблемного поля за мету визначено розробку процедури інтегрального оцінювання ФКСАТ та обґрунтування вибору системи показників для його оцінки.

Для обґрунтування набору показників оцінки ФКСАТ використано результати контент-аналізу згадувань про подібні показники в економічній літературі, які наведені у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Обґрунтування набору показників оцінювання ФКСАТ

Показник	Науковець														
	М.В. Корягін [92]	В.П. Паламарчук [140]	А.Н. Петров [179]	Рутгайзер В.М. [166]	С. В. Леонов, Н. Г. Пігуль, І. М. Боярко [192]	С. Мордашов [122]	М. В. Куліна [104]	В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова [206]	Т. Коушленд, Т. Колер, Дж. Мухан [101]	В. В. Григорьев, И. М. Островкин.[49]	А.Г. Грязнова, М.А. Федотова [81]	Р.С. Каплан, Д.П. Нортон [81]	Т. В. Момог .[121]	М.О. Кизим, А.А. Пилипенко, В.А. Зінченко.[84]	Разом
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ефективності використання основних засобів					+										1
Ліквідності			+		+			+	+		+				5
Платоспроможності		+			+		+	+	+		+				6
Ділової активності			+		+			+							3
Рентабельності		+	+	+	+		+	+	+		+				8
Ринкової активності					+				+		+		+		4

Продовження таблиці 3.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Виручки від реалізації, собівартості реалізованої продукції тощо						+										1
Збалансованої системи показників												+	+	+		3

Як свідчать дані табл. 3.1, можна використовувати велику кількість різних фінансових та нефінансових коефіцієнтів, «однак оцінювач обирає найбільш важливі з урахуванням цілей оцінки» [104].

В. О. Щербаков та Н. О. Щербакова пропонують проводити аналіз фінансових коефіцієнтів для виявлення: сильних та слабких сторін бізнесу; диспропорції в структурі капіталу; рівня ризику при інвестуванні коштів в бізнес; бази для порівняння з компаніями-аналогами [206, с. 82].

В. П. Паламарчук [140] та М. В. Кудіна [104] вважають, що потрібно визначити стратегічний потенціал компанії, для того, щоб розуміти якими конкурентними перевагами або недоліками відзначається компанія і яка її здатність до створення цінності. На думку В. П. Паламарчука, основна увага при аналізі повинна приділятися показникам, які характеризують ключові фактори цінності (вартості): структуру активів і пасивів компанії і тенденції її зміни; вільний грошовий потік від основної діяльності; рентабельність інвестованого капіталу [140].

Т. Коупленд, Т. Колер та Дж. Мурін пропонують оцінювати фактичну та потенційну вартість компанії з урахуванням внутрішніх факторів покращення та співставити ці результати з ринковою вартістю акцій компанії на фондовому ринку [101, с. 161].

У джерелі [179] обґрунтовано використання фінансових показників для визначення рівня фінансового стану та визначає такі фінансові показники, як: коефіцієнт покриття (загальної ліквідності), коефіцієнт термінової ліквідності, коефіцієнт абсолютної ліквідності, коефіцієнт фінансової

незалежності (автономії), рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, коефіцієнт забезпечення боргів (заборгованості) та ін..

С. Мордашов [122] визначає показники фінансового аналізу на основі аналізу чутливості компонентів функціонуючого бізнесу: виручка від реалізації, собівартості реалізованої продукції, скоригованої на сплату відсотків, темпу росту грошового потоку, вартості залученого капіталу тощо.

І. Єгерев [64] з тією ж самою метою пропонують проводити аналіз чутливості компонентів виробничого та фінансового циклів підприємства: тривалості виробничого циклу, періоду оборотності оборотних активів, ставки дисконту.

Світогляд і стратегію компанії через набір взаємопов'язаних показників інтерпретує збалансована система показників, яка за визначенням Момот Т. забезпечує менеджмент універсальним механізмом [121, с. 171].

В межах концепції системи оцінки ефективності господарювання Р. С. Капланом та Д. П. Нортоном [81] запропоновано використання збалансованої системи взаємопов'язаних показників, а Х. К. Рамперсадом [121] – через універсальну систему показників.

Збалансована система показників, на думку Р. С. Каплан та Д. П. Нортона [81] згрупована за чотирма напрямками:

фінансові показники (відсоток доходу від нових товарів, нових клієнтів, сегментів ринку, капіталу, дохідність на одного працюючого, дохідність капіталу, рентабельність інвестицій, грошовий потік);

клієнтська база (задоволення потреб клієнтів, залученні нових клієнтів, збереження споживацької бази, прибутковість клієнта, частка ринку тощо);

показники внутрішніх бізнес-процесів (показник своєчасності доставки, показник ефективності виробничого циклу, тривалість виробничого циклу, показники якості та витрат);

показники навчання та розвитку персоналу (показник задоволення та ефективності робітника, показник доходу на одного робітника, коефіцієнти

стратегічного перенавчання та стратегічної інформованості, показник доданої вартості на одного робітника тощо).

Стратегічна відповідність створює новий вид вартості, який Р. Каплан та Д. Нортон [81, с.16] охарактеризували як корпоративна вартість.

Правильно побудована збалансована система має бути деяким комплексом показників результатів і факторів, що сприяють їх досягненню [121, с. 243]. Проте, збалансована система показників й досі залишаються мало дослідженими у вітчизняній практиці. На думку Пилипенко А.А., використання концепції збалансованої системи обмежується неможливістю застосування інтегрального показника й визначення чіткого показника виміру [142].

За визначенням Х. К. Рамперсада універсальна система показників діяльності включає особисті та організаційні показники, які можуть бути угрупованні за чотирма критеріями [121, с. 180]:

фінанси (акціонерна вартість, дохід на інвестиції, грошовий потік, валова та чиста додані вартості, витрати на персонал, швидкість обороту запасів тощо);

споживачі (частка ринку, зростання ринку, ступінь задоволення потреб споживачів, кількість потенційних споживачів, витрати на маркетинг, кількість ринкових досліджень, кількість претензій споживачів та ін.);

внутрішні процеси (ефективність, час випуску, час простою, кількість помилок, середній час ремонту, час доставки, відсоток доходу від нових продуктів, коефіцієнт плинності кадрів, якості продукції, відсоток браку та ін);

знання й навички (продуктивність праці, прибуток на одного робітника, відсоток кваліфікованих працівників, витрати на навчання, ступінь наявності інноваційних технологій тощо).

У цілому, узагальнюючи різні теоретичні погляди та уявлення про систему показників оцінки фінансово-майнового стану та ефективності

діяльності акціонерного товариства можна зазначити, що найбільш існує велика кількість показників, які потребують їх подальшого впорядкування.

За визначенням Т. Д. Косової та Н. Е. Деєвої [98] важливим інститутом, який впливає на вартість акціонерного товариства, є корпоративна культура. Про вплив корпоративного управління на формування вартості визначають такі науковці як Р. Брейлі [27], Ю. П. Гришан та О. Г. Мендул [50, 115], Т. Д. Косова [96, 99], К. Г. Сердюков [169], М. Портер [218]. Низький рівень та відсутність рівноваги інтересів учасників корпоративних відносин, фінансова непрозорість та закритість акціонерних товариств, відсутність правил ефективного менеджменту та належного контролю формують коло питань, які потребують їх вирішення.

Підсумовуючи вищенаведене, на думку автора, для визначення вартості акціонерних товариств, важливо враховувати їх специфічні ознаки діяльності, що потребують оцінювати ФКСАТ в розрізі таких компонент:

1) майновий стан (I_M), який оцінює достатність ресурсів та ступінь їх придатності, визначає сукупність належних акціонерному товариству майнових прав і майнових зобов'язань;

2) фінансовий стан (I_F), який вимірює рівень ефективності використання виробничих і фінансових ресурсів акціонерного товариства та визначає сукупність коштів для погашення своїх фінансових зобов'язань;

3) корпоративний стан (I_K), який визначає рівень прибутковості та ліквідності корпоративних прав та ринкової міцності акціонерного товариства.

Для оцінювання ФКСАТ обрано таку систему показників, яка враховує наступні вимоги:

суттєвість показників та їх груп для оцінки ФКСАТ;

порівнянність показників-індикаторів, які входять до запропонованої процедури;

можливість прогнозування (оцінки) рівня ФКСАТ із використанням отриманої сукупності показників-індикаторів.

У результаті оцінки ФКСАТ визначались стратегічні можливості акціонерного товариства із застосуванням принципу синергізму, в результаті якого воно отримує:

якісну оцінку ФКСАТ у ретроспективному аналізі;

виявлення синергетичних характеристик товариства, якими воно може скористатися для пошуку напрямів зростання вартості;

розробку стратегії управління вартістю акціонерного товариства.

Вимірювання синергізму багато в чому схоже на те, що називають «оцінкою сильних і слабких сторін», що можна й застосувати для оцінки ФКСАТ.

У контексті постановки завдання оцінювання ФКСАТ обрано перелік показників-індикаторів в розрізі компонент ФКСАТ, а саме:

оцінки майнового стану – коефіцієнт реальної вартості основних засобів (x_1), коефіцієнти зносу (x_2) та придатності основних засобів (x_3), чисті активи (x_4);

оцінки фінансового стану – коефіцієнт покриття (загальної ліквідності) (x_5), рентабельність власного капіталу (x_6), рентабельність активів (x_7), рентабельність діяльності (x_8) коефіцієнт фінансового левериджу (x_9), коефіцієнт фінансової стійкості (x_{10});

оцінки корпоративного стану – віддача акціонерного капіталу (x_{11}), прибуток на акцію (x_{12}), рентабельність акціонерного капіталу (x_{13}); дивідендний вихід або коефіцієнт дивідендних виплат (x_{17}), капіталізація (x_{14}), цінність акцій (x_{15}), показник балансового курсу корпоративних прав (x_{16}).

Для обґрунтування застосування показників-індикаторів для оцінки ФКСАТ, науковці [57, 59, 120, 127, 185, 197, 211] висувають різні методи оцінювання. Найпоширенішими серед них є: використання функції Харінгтона, інтегральний підхід із застосуванням методу балів, таксонометричний аналіз, експертні оцінки, кореляційно-регресійний аналіз, множинної регресії тощо.

Застосування інтегрального показника для оцінки фінансового, фінансово-майнового стану та рівня корпоративного управління є найбільш поширеним. Проте, методика його оцінювання може відрізнятися внаслідок використання різних методів, таких як створення рангу за допомогою ряду показників, кластерного аналізу, матричного методу, методу бальних оцінок, методу порівняльної рейтингової оцінки, методу рейтингового фінансового аналізу тощо. Так, К.О. Горова [46] для оцінки корпоративного управління використовує рейтингові та експертні оцінки. В. В. Гой [45] пропонує використання теорії нечітких множин для оцінки ймовірності банкрутства, О.В. Федорук [193] застосовує моделі когнітивної діагностики ймовірності банкрутства до інтегральної оцінки фінансового стану підприємств, Т. В. Ларікова [108] запропонувала використання бального підходу до оцінки фінансового стану. У джерелі [123] інтегральний показник оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління розраховано з використанням кореляційно-регресійного аналізу.

Таким чином, можна визначити, що відсутній єдиний підхід до інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану. Виділено наявність широкого переліку методичних підходів.

При дослідженні використано метод множинної регресії – для обґрунтування вибору показників ФКСАТ та бального підходу до його інтегрального оцінювання з метою подальшого корегування альтернативної вартості акціонерного товариства. Акцентовано увагу на визначення не лише майнового та фінансового стану, а й корпоративного, який визначає рівень корпоративних прав та ринкової цінності акціонерного товариства.

Перевагою використання таких індексних характеристик є нівелювання різномасштабності оцінюваних товариств, рівень їх стану і тим самим забезпеченості порівнянності даних за різними товариствами у розрізі компонент ФКСАТ. Для визначення інтегрального показника ФКСАТ, як єдиного знаменника різних за своєю економічною природою показників

найбільш простим і зручним способом є бальна оцінка відносної значимості вищезазначених показників.

Процедура оцінювання ФКСАТ відбувається за наступним алгоритмом. По-перше, застосувати метод множинної регресії для формування обґрунтованого переліку показників-індикаторів оцінки ФКСАТ. По-друге, кількісно описати кожний компонент ФКСАТ за бальною шкалою. По-третє, визначити значення інтегрального показника за кожним показником-індикатором, за кожною компонентом ФКСАТ у цілому.

Ключовим моментом оцінки ФКСАТ є розробка бальної шкали оцінювання та критеріїв відповідності (оптимальності). За критерії відповідності оптимальності по кожному показнику-індикатору прийнято його нормативне значення. Рівень значущості показника-індикатора (його ваги) прийнято рівнозначним за впливом та розраховується як:

$$R_i = 1/n, \quad (3.1)$$

де R_i - рівень значущості показника-індикатору ФКСАТ;
 n - кількість показників-індикаторів.

Оціночне значення розраховується за кожним показником-індикатором ФКСАТ за формулою:

$$Ox_i = B_i \times R_i, \quad (3.2)$$

де Ox_i – оціночне значення окремого показника-індикатора ФКСАТ;
 R_i – рівень значущості показника-індикатора ФКСАТ;
 B_i – бал залежно від зміни окремого показника-індикатора ФКСАТ.

Інтегральне значення за кожною компонентою ФКСАТ ($I_{фк}$) розраховано за формулою 3.3, а загальне інтегральне значення ФКСАТ розраховано за формулою 3.4:

$$I_m = \sum_{i=1}^N R_{im} \times B_{im} ,$$

$$I_f = \sum_{i=1}^N R_{if} \times B_{if} , \quad (3.3)$$

$$I_k = \sum_{i=1}^N R_{ik} \times B_{ik} ,$$

$$I_{фк} = (I_m + I_f + I_k) / 3 . \quad (3.4)$$

Шкалу оцінювання встановлюють, використовуючи метод експертних оцінок, застосовуючи власні критерії або вже діючі шкали оцінювання. З використанням медіаторів (група фахівців 8 аналізованих публічних акціонерних товариств, для яких проводяться розрахунки) автором отримана шкала бального оцінювання інтегрального показника ФКСАТ, яку подано у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Шкала бального оцінювання інтегрального показника ФКСАТ

Бал	Характерні ознаки
0	Відсутня динаміка зростання у аналізованому періоді порівняно з попереднім
0,5	Є динаміка зростання у аналізованому періоді порівняно з попереднім
1	Показник-індикатор має значення нижче критеріїв оптимальності
1,5	Показник-індикатор має значення вище критеріїв оптимальності
2	Показник-індикатор має значення на рівні критеріїв оптимальності

Згідно даних табл. 3.2 за розробленою шкалою з критеріями бального оцінювання ФКСАТ, кожному показнику-індикатору присвоюється від одного до двох балів, залежно від його кількісного значення. Визначено два критерії відбору – це зростання або зниження показника-індикатору в аналізованому періоді та його відповідність або невідповідність нормативним значенням. Таким чином, мінімальна сума балів буде на рівні 1, а максимальна – на рівні 2,5. Для отримання порівнянних даних проводиться стандартизація бальних оцінок шляхом ділення фактичних балів на максимально можливі.

Формалізоване вираження показників-індикаторів фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства наведено у додатку Ж таблиці Ж.1. У табл. 3.3 наведено показники-індикатори для оцінки ФКСАТ, критерії їх оптимальності (відповідності), які визначені на рівні нормативних значень.

Таблиця 3.3

Показники-індикатори ФКСАТ та критерії їх оптимальності

Показник	Умовне позначення показників n, x_{ij}	Критерій оптимальності	Вид стану (I_i)
Коефіцієнт реальної вартості основних засобів	X_1	$> 0,5$	Майновий (I_M)
Коефіцієнт зносу основних засобів	X_2	$< 0,5$	
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	$> 0,5$	
Чисті активи, тис. грн.	X_4	позитивне значення, ріст	
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	> 1	Фінансовий (I_Φ)
Рентабельність власного капіталу	X_6	> 0 , ріст	
Рентабельність активів	X_7	$> 0,14$ ріст	
Рентабельність діяльності	X_8	$> 0,15$ ріст	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	< 1	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	> 1	Корпоративний (I_K)
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	> 0 , ріст	
Прибуток на акцію, грн.	X_{12}	> 0 , ріст	
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	> 0 , ріст	
Коефіцієнт дивідендних виплат	X_{14}	> 0 , ріст	
Капіталізація, тис. грн	X_{15}	> 0 , ріст	
Цінність акції, грн.	X_{16}	> 0 , ріст	
Показник балансового курсу корпоративних прав	X_{17}	> 0 , ріст	

За даними табл. 3.3 до складу майнового стану віднесено 4 показника-індикатора, до фінансового стану – 5 показників-індикаторів, до корпоративного стану – 7 показників-індикаторів. За критерії оптимальності визначено їх нормативне значення або значення більше 0 та тенденція до зростання.

Процедура інтегрального оцінювання ФКСАТ наведена на рис. 3.1.

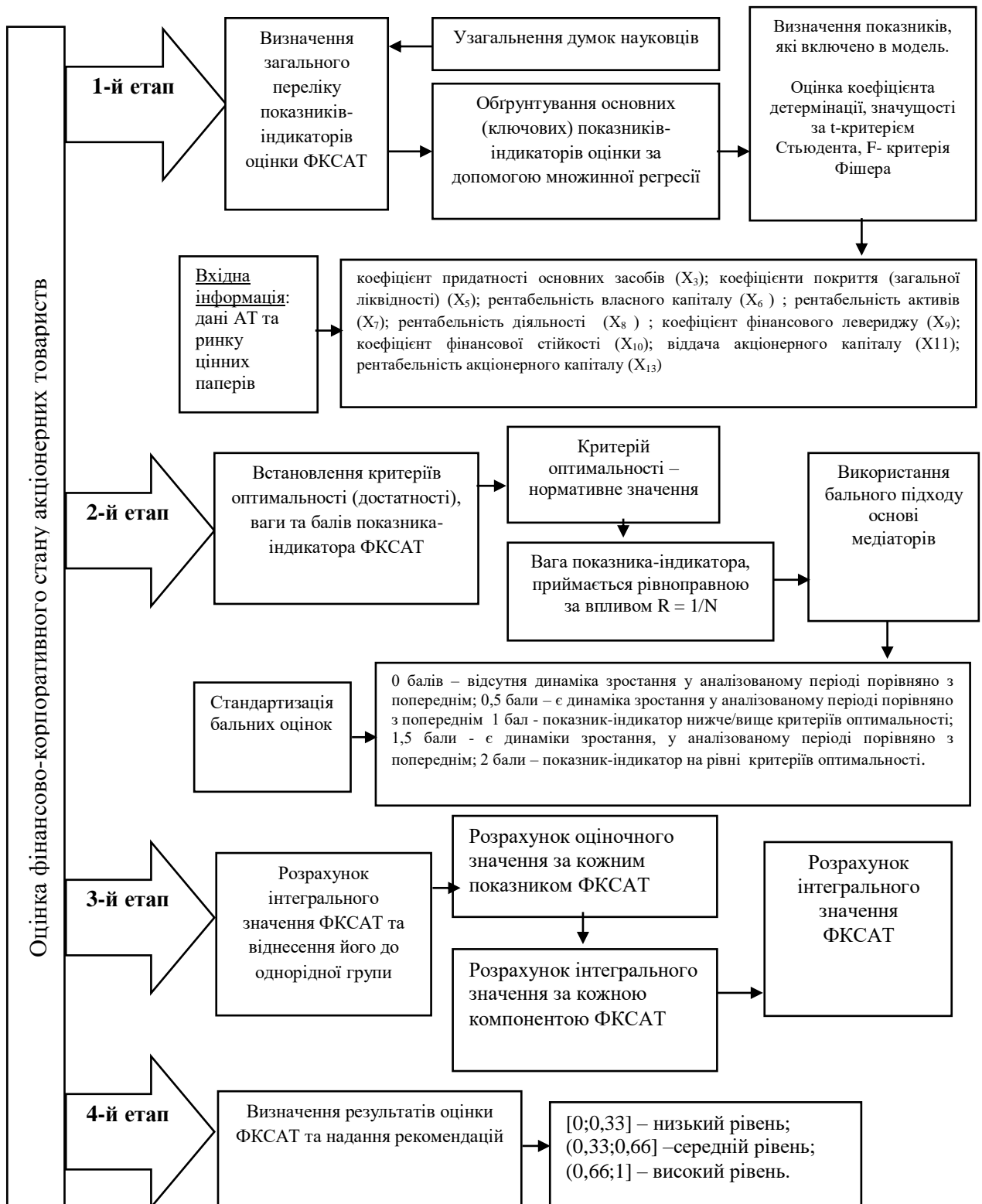


Рис. 3.1. Процедура інтегрального оцінювання ФКСАТ

Згідно з даними рис. 3.1 оцінка фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств включає чотири етапи, які послідовно дозволяють визначити його рівень від низького до високого та надати рекомендації щодо управління та його впливу на вартість товариства.

Для апробації запропонованої процедури інтегрального оцінювання ФКСАТ обрано низку акціонерних товариств Харківського регіону на основі даних вибіркової сукупності у кількості 8 публічних акціонерних товариств, обґрунтування вибору яких наведено у розділі 2 п. 2.1.

Для об'єктивності дослідження обрано товариства за різною сферою діяльності та різними значеннями показників. Характерною особливістю переважної більшості вітчизняних акціонерних товариств є те, що вони утворилися під час приватизації та мають велику кількість акцій у статутних фондах при низькій номінальній вартості [192, с. 87]. Про це свідчить, аналіз публічних акціонерних товариств Харківського регіону, якій довів, що номінальна вартість 1 акції станом на 2016 рік коливається в межах 0,01 грн. / шт. (ПАТ «ХПАС», ПАТ «ХЗМК») до 4,6 грн. / шт. (ПАТ «Стома»).

Для обґрунтування вибору основних (ключових) показників-індикаторів оцінки ФКСАТ обрано метод множинної регресії. Метод множинної регресії реалізовано у ППП Statistica 10.0. Вихідні дані та результати множинної регресії наведено у додатку Ж табл.Ж.2- Ж.4.

Результати виокремлення найбільш вагомих показників-індикаторів ФКСАТ методом множинної регресії подано у табл. 3.4.

Таблиця 3.4

Результати виокремлення найбільш вагомих показників-індикаторів ФКСАТ

Вид стану	Показник-індикатор	Коефіцієнт детермінації R^2	F критерій Фішера
1	2	3	4
Майновий (I_M)	Коефіцієнт придатності основних засобів (X_3)	0,996	926,17
	Чисті активи (X_4)		
Фінансовий (I_F)	Коефіцієнти покриття (загальної ліквідності) (X_5)	0,8187	0,72398
	Рентабельність власного капіталу (X_6)		
	Рентабельність активів (X_7)		

Продовження таблиці 3.4

1	2	3	4
	Рентабельність діяльності (X_8)		
	Коефіцієнт фінансового левериджу (X_9)		
	Коефіцієнт фінансової стійкості (X_{10})		
Корпоративний (I_k)	Віддача акціонерного капіталу (X_{11})	0,999	14122,0
	Прибуток на акцію (X_{12})		
	Рентабельність акціонерного капіталу (X_{13})		
	Коефіцієнт дивідендних виплат (X_{14})		
	Капіталізація (X_{15})		

За результатами табл. 3.2, видно, що для остаточного вирішення переліку показників-індикаторів для подальшого дослідження виключено показники – X_4 , X_{12} , X_{14} та X_{15} , як ті, що не відповідають критеріям t Стюдента та p – значимості. Коефіцієнт детермінації вказує на взаємозалежність набору показників-індикаторів з результатом. Розрахований F – критерій Фішера значно перевищує табличне значення за всіма компонентами ФКСАТ вказує на надійність та адекватність отриманих результатів.

Розраховані оціночні та інтегральні значення за кожним показником-індикатором ФКСАТ, його компонентами наведено у Додатку 3 табл. 3.1.

Інтегральне значення результатів оцінки ФКСАТ за запропонованою процедурою для досліджених публічних акціонерних товариств наведено у табл. 3.5 до стандартизації оцінок, а у табл. 3.6. – після стандартизації бальних оцінок.

Дані табл. 3.5 свідчать про різний рівень кожної компоненти ФКСАТ серед досліджених акціонерних товариств. Проте, не спостерігається великої розбіжності по окремим компонентам ФКСАТ. Більшість досліджених акціонерних товариств мають середній рівень ФКСАТ.

Таблиця 3.5

**Інтегральне значення результатів оцінки ФКСАТ до
стандартизації оцінок**

Вид стану	Акціонерне товариство							
	ПАТ «СТ «Надія»	ПАТ «ХЗМК»	ПАТ «Стома»	ПАТ «ХПАС»	ПАТ «Турбоагом»	ПАТ «Електромаши на»	ПАТ «Фармстандарт -Біолік»	ПАТ «СК «Мега-Гарант»
Майновий (I _м)	1,25	1,0	1,25	1,25	1,25	1,5	1,5	1,25
Фінансовий (I _ф)	0,67	1,18	1,67	1,67	1,67	1,67	1,83	1,42
Корпоративний (I _к)	0	1,5	1,5	1,0	1,0	1,0	1,5	0,5
Інтегральне значення ФКСАТ	0,64	1,22	1,47	1,31	1,31	1,39	1,61	1,06

Таблиця 3.6

**Інтегральне значення результатів оцінки ФКСАТ після
стандартизації оцінок**

Вид стану	Акціонерне товариство							
	ПАТ «СТ «Надія»	ПАТ «ХЗМК»	ПАТ «Стома»	ПАТ «ХПАС»	ПАТ «Турбоагом »	ПАТ «Електрома шина»	ПАТ «Фармстанд арт-Біолік»	ПАТ «СК «Мега- Гарант»
Майновий (I _м)	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5
Фінансовий (I _ф)	0,27	0,47	0,67	0,67	0,67	0,67	0,79	0,57
Корпоративний (I _к)	0	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,2
Інтегральне значення ФКСАТ	0,26	0,49	0,59	0,52	0,52	0,55	0,66	0,42

Дані табл. 3.6 свідчать, що інтегральне значення ФКСАТ коливається в межах від 0,26 до 0,66. Результати за компонентами ФКСАТ у 6 акціонерних товариств є близькими за своїми значеннями, а у двох мають нижню та верху межу, що свідчить про можливість оцінки товариств-аналогів.

Для класифікації рівня ФКСАТ необхідним є встановлення критеріїв, при якому стан варіюється від 0 до 1.

Враховуючи, що ФКСАТ включає три компоненти, прийнято ранжування рівня рівнозначним за його характером дії та впливом, який

матиме рівні проміжні значення.

Таким чином, визначено, що:

низький рівень ФКСАТ знаходиться в межах $[0; 0,33]$;

середній рівень ФКСАТ знаходиться в межах $(0,33; 0,66]$;

високий рівень ФКСАТ знаходиться в межах $(0,66; 1]$.

Враховуючи вищевикладене, сформовано три рівня ФКСАТ, до яких віднесені досліджені акціонерні товариства відповідно до розрахованого інтегрального значення, що подано у табл. 3.7.

Таблиця 3.7

**Результати розподілу обраних публічних акціонерних товариств
Харківського регіону за рівнями ФКСАТ**

Рівень ФКСАТ	Гранична межа	Назва публічного акціонерного товариства	Кластер
Високий	$(0,66; 1]$	ПАТ «Фармстандарт-Біолік»	3
Середній	$(0,33; 0,66]$	ПАТ «ХЗМК», ПАТ «Стома», ПАТ «ХПАС», ПАТ «Турбоатом», ПАТ «Електромашина», ПАТ «СК «Мега-Гарант»	2,3
Низький	$[0; 0,33]$	ПАТ «СТ «Надія»	1

За результатами проведеного дослідження згідно з даними табл. 3.6 визначено, що 1 товариство (ПАТ «СТ «Надія») має низький рівень ФКСАТ, 1 товариство (ПАТ «Фармстандарт-Біолік») має високий рівень, а всі інші – середній рівень ФКСАТ.

Таким чином, у результаті проведених досліджень запропонована процедура інтегрального оцінювання ФКСАТ, яка дозволяє виявити синергетичні потенційні можливості акціонерного товариства для зростання їх вартості. Під час дослідження виділено 17 показників-індикаторів з різних аналітичних груп, які характеризують ФКСАТ та включає аналіз майнового, фінансового та корпоративного. У результаті реалізації розробленої процедури оцінюванню ФКСАТ забезпечується цільовий підхід до його оцінки, який дозволяє виявити резерви та можливості для зростання вартості або ті слабкі позиції товариства, які потрібно усунути.

3.2. Розробка методичного підходу до оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств

Оскільки ефективність оцінки вартості акціонерного товариства в цілому є інтегральним вираженням дієвості його механізму, тому пропонується визначити ключові фактори вартості та ризику, які безпосередньо чинять вплив на майбутню вартість акціонерного товариства.

Складність подібного оцінювання доводить необхідність чіткого обґрунтування методичного підходу для її проведення. Автором встановлено, що методика оцінки ключових факторів вартості та ризику має відповідати таким критеріям:

- комплексний підхід до виконання оцінки обраних факторів вартості та ризику;

- доступність інформаційного забезпечення оцінки (залучення додаткової інформації, наявність статистичних даних по країні тощо);

- диференційований підхід до виконання оцінки факторів вартості на рівні країни та факторів ризику на рівні акціонерного товариства;

- застосування принципу системності під час оцінювання факторів вартості та ризику, що визначається характером самої категорії «механізму оцінки вартості».

Методичний підхід до оцінки факторів вартості та ризику акціонерних товариств складається з декілька етапів.

До першого етапу такого підходу включено оцінку факторів вартості акціонерних товариств на основі PEST-аналізу та визначення з них вагових (впливових). PEST - аналіз – це стратегічний аналіз соціальних (S - social), технологічних (T - technological), економічних (E - economic), політичних (P - political) факторів зовнішнього середовища підприємства. На думку автора, перевага PEST-аналізу полягає у комплексному вивченні впливу всіх факторів, в той час як SWOT-аналіз розглядає, в якому становищі бізнес-єдиниця знаходиться в умовах ринкового середовища, яка концепція або ідея

є у того чи іншого продукту. Таким чином, головна задача PEST-аналізу полягає у визначенні впливу факторів на вартість акціонерного товариства та розробкою сценарію управління нею.

На основі аналізу статистичної інформації, даних прогнозів експертів НБУ, НЦФРЦП, праць науковців [133, 134, 145, 166, 181, 182, 185] виокремлено основні фактори вартості акціонерного товариства, що подано у додатку К.

Сформований перелік факторів вартості потребує визначення методик їх оцінки. Науковці [44, 45, 46, 47, 54, 63, 127] висувають різні методики оцінювання. До найрозповсюджених методів відносять: експертні методи, метод Дельфі, метод сценаріїв тощо. Найбільш доцільним методом визначення впливу факторів, які немає можливості кількісно оцінити є метод експертних оцінок. Перевага методів експертних оцінок, як наукового інструмента вирішення таких проблем, які не можна формалізувати, полягає у правильній організації проведення усіх етапів експертизи та використанні кількісних методів при оцінці суджень експертів й узагальненні результатів.

Ступінь компетентності експерта за суб'єктивним методом здійснюється по певній шкалі та визначаються експерти, які володіють знаннями зі структури та функціонування акціонерного товариства, кваліфікацією, яка включає ступінь його участі у розвитку досліджуваної проблеми, з економічною освітою та з аналітичним складом розуму.

Членам експертної групи запропоновано провести самооцінку компетентності за шкалою від 2 до 5 балів. Обробка отриманих даних дозволяє отримати кількісну оцінку компетентності експерта (K_i) за формулою [48]:

$$K_s = 0,5 \cdot \left(\frac{\sum_{j=1}^n v_j}{\sum_{j=1}^n v_j^{\max}} + \frac{\lambda}{P} \right), \quad (3.5)$$

де v_j – вага градації у балах, підкресленої експертом за характеристикою j ;

- v_j^{\max} – максимальна вага градації у балах за характеристикою j ;
- n – кількість характеристик компетенції в анкеті;
- λ – вага рівня в балах, підкресленого експертом;
- P – границя шкали самооцінки експерта у балах.

Максимальна чисельність експертної групи (n_{\max}) встановлюється на основі нерівності [127]:

$$n_{\max} \leq \frac{3}{2} \cdot \frac{\sum_{s=1}^d K_s}{K_{\max}}, \quad (3.6)$$

де K_i – компетентність i -го експерта;

d – кількість експертів;

K_{\max} – максимально можливо компетентність за прийнятою шкалою.

Мінімальну кількість експертів (n_{\min}) можливо визначити за формулою [127]:

$$n_{\min} = 0,5 \cdot \left(\frac{3}{E} + 5 \right), \quad (3.7)$$

де E – задана середня помилка.

Узагальнена середня оцінка факторів вартості акціонерних товариств розраховується за формулою:

$$\bar{X}_j = \frac{\sum_{i=1}^m X_{ij} \times K_i}{\sum_{i=1}^m K_i}, \quad (3.8)$$

де X_{ij} – оцінка відносної важливості (в балах від 1 до 100), виставлена i -м експертом j -му фактору;

K_i – коефіцієнт компетентності i -го експерта;

$i = 1 \dots m$ – номери експертів;

m – число експертів;

$j = 1 \dots n$ – номери досліджуваних факторів;

n – число елементів факторів.

Чим більше \overline{X}_j , тим важливіше фактор. Середнє значення відповіді варіює між 1 і 100 балами (метод безпосередньої оцінки). Завдання експерта полягає у визначенні для кожного фактора певного оціночного інтервалу. Для визначення важливості фактора у деяких випадках більш доцільно спочатку провести оцінку, а потім здійснити ранжирування. Опитування експертів є анонімним. Якщо розкиданість думок експертів занадто велика, то їх знайомлять з протилежними точками зору і їх обґрунтуванням. Потім кожному експерту пропонується змінити свою оцінку. І вся процедура повторюється заново доти, поки оцінки не зблизяться настільки, що їх середня може вважатися надійною.

Оцінку узгодженості думок експертів групи можна визначити за коефіцієнтом конкордації (W) [127]:

$$w = \frac{12 \sum_{j=1}^n d_j}{m^2(n^3 - n)}, \quad (3.9)$$

де m – кількість експертів,

n – кількість факторів,

d_j – відхилення суми рангів j -го фактора (S_j) від середньої суми рангів усіх факторів (\bar{S}):

$$d_j = S_j - \bar{S}; \quad (3.10)$$

$$\bar{S} = \frac{\sum_{j=1}^n S_j}{n}. \quad (3.11)$$

Коефіцієнт конкордації (W) може приймати значення від 0 до 1. При повній узгодженості думок експертів $W = 1$, а при повній неузгодженості $W = 0$.

Коефіцієнт конкордації показує ступінь узгодженості усієї експертної групи. Низьке його значення може бути отримане як при відсутності узагальненості думок усіх експертів, так й за наявності протилежних думок між підгрупами експертів, хоч у самій підгрупі узгодженість може бути високою. В експертній оцінці розкид в оцінці експертів неминучий. Але його причини, величина – це те, що потрібно аналізувати при узагальненні оцінок експертів.

Другим етапом запропонована оцінка факторів ризику, які притаманні акціонерним товариствам у зовнішньому середовищі. В такій економічній ситуації, яка склалася в Україні на даний час та в умовах підвищеної невизначеності, в яких відбувається діяльність товариств актуалізується питання оцінки факторів ризику (передумови, що збільшують ймовірність та реальність настання ризикових подій). Оцінювання ризиків дозволяє певною мірою прогнозувати ймовірність настання ризикованих подій і прагнути зниження ступеня ризику до припустимих меж.

Аналіз наукових праць [38, 39, 41, 68, 78, 79, 163, 202, 204] доводить, що не існує єдиного, загального підходу щодо їх оцінювання. Це ще раз вказує на те, що методичні засади та практичний інструментарій оцінки факторів ризику в Україні знаходяться на стадії формування, що й обумовлює напрям дослідження.

У процесі оцінки факторів ризиків дотримано таких правил:

- 1) якісний аналіз ризиків, який полягає у ідентифікації факторів ризиків, співвідношення визначених ризиків зі сферою діяльності та формою акціонерного товариства;
- 2) кількісний аналіз ризиків, який дозволяє обрати певний метод кількісної оцінки згідно якого буде проведена оцінка окремих ризиків та визначення їх загальної величини;
- 3) узагальнення підсумків якісного та кількісного аналізів факторів ризиків.

Для якісного аналізу факторів ризику використано методи розгалуженого поділу та експертного оцінювання. Анкета визначення факторів ризику та показників, що їх характеризують наведена у додатку И.

За результатами дослідження діяльності обраних 8 публічних акціонерних товариств Харківського регіону за 2015-2016 рр. та висновками експертів визначено, що основними факторами ризику є: кредитний та ризик достатності капіталу; ліквідності; ринковий ризик (ризик зміни цін, валютний ризик, ризик зміни процентної ставки).

Рівень кредитного ризику визначається наявністю отримання збитків внаслідок не кредито(плато)спроможності клієнтів. Ринковий ризик обумовлений нестабільною ситуацією на валютних ринках, змінними процентними ставками, зміною ринкових цін на ресурси тощо. Ризик ліквідності виникає внаслідок нестачі наявних грошових коштів. Рівень ризику достатності капіталу виникає через нестачу власного капіталу та значні збитки. З метою підтримання або зміни структури капіталу, товариства коригують суму дивідендів, що виплачуються акціонерам, повернення капіталу акціонерам, випуск нових акцій або продаж активів для зниження заборгованості.

Для кількісного аналізу ризиків потрібно обрати найефективніший метод дослідження. Чим досконалішим є методи дослідження та оцінювання ризику, тим меншим стає чинник невизначеності. Методи, які

використовують при кількісній оцінці ризиків, умовно поділяють на дві групи: група апріорних методів і група методів, що базуються на емпіричних підходах [39, 41]. Перші ґрунтуються на теоретичних положеннях, а тому ризик кількісно оцінюється за допомогою логічних міркувань, другі – на вивченні минулих подій та узагальненні статистичної інформації. Серед численних суб'єктивних методів аналізу рівня ризиків, під час дослідження наукових праць [41, 48, 76, 78, 79, 87, 120, 126, 127, 161, 204] виявлено, що застосовують такі найпоширеніші методи: аналогії, «Due Diligence», «дерево рішень», «Монте-Карло», експертний метод, рейтингові оцінки, теорії нечітких множин тощо.

Необхідність використання нечітко-множинного підходу для оцінки фінансових ризиків обґрунтовані в працях дослідників: Т. М. Ісавої [76], Л. М. Малярець [110], А. Недосекіна [126] та ін.. Практичне застосування даної теорії для аналізу факторів ризику акціонерних товариств висвітлено не достатньо, що потребує його вдосконалення.

У зв'язку з цим, запропоновано методичний підхід для оцінки факторів ризику із застосуванням теорії нечітких множин.

Підхід до такої оцінки виконується за наступним алгоритмом. По-перше, визначається множини та підмножини станів, які аналізуються. По-друге, обираються показники для оцінювання та встановлюється рівень їх значущості. Оцінка рівня значущості показників визначається декількома способами:

за правилом Фішберна [126, с. 16]:

$$R_i = \frac{2(n-i+1)}{(n+1) \times n}, \quad (3.12)$$

де R_i - рівень значущості фактору ризику для аналізу;

n - кількість факторів ризику;

рівнозначності за впливом як: $R_i = 1/n$,
експертна оцінка $\{E\}$.

По-третє, оцінюється значення функції приналежності для кожного з показників. Заключним кроком визначається інтервал значень ймовірності настання ризику та будується класифікація оцінки впливу факторів ризиків на вартість товариства.

Третій етап оцінки факторів є заключним та полягає у визначенні впливу факторів вартості та ризику на вартість акціонерного товариства. Для цього запропоновано використання сценарного підходу. Розроблені сценарії розвитку аналізованої ситуації дозволяють, тим чи іншим рівнем достовірності визначити можливі тенденції розвитку, взаємозв'язку між діючими факторами, сформувані картину можливих станів, до яких може прийти ситуація під впливом тих чи інших чинників. Виходячи з різних припущень про ймовірний розвиток, одержують альтернативні базові сценарії для визначення впливу на альтернативну вартість акціонерного товариства.

Етапи методичного підходу оцінки факторів впливу на вартість акціонерного товариства подано на рис. 3.2.

Згідно рис. 3.2. можна визначити логічну послідовність методичного підходу оцінки факторів впливу на вартість акціонерного товариства від самого початку до його закінчення. Всі етапи методичного підходу є взаємопов'язаними та описують певну алгоритмічність дій, а саме:

визначення гальмуючих та рушійних факторів вартості за методом експертних оцінок та розрахунок коефіцієнту конкордації для підтвердження узгодженості такої оцінки;

ідентифікація факторів ризику з використанням методів логічного угруповання та експертного оцінювання, класифікація таких факторів на

підставі методу нечітких множин та визначення інтервалу ймовірності їх настання;

моделювання сценаріїв впливу факторів вартості та ризику на вартість акціонерних товариств у короткостроковому періоді внаслідок нестабільних умов розвитку.

Використання запропонованого методичного підходу щодо оцінки впливу факторів вартості та ризиків акціонерних товариств необхідно перевірити емпіричним шляхом, який є ілюстративним матеріалом для застосування такого підходу.

На першому етапі дослідження проведена оцінка факторів вартості та наведений їх прогноз у короткостроковому періоду (до 2020 р.) за допомогою методу експертної оцінки. За запропонованим підходом визначено членів експертної групи та розраховано їх оптимальну кількість. З метою обґрунтованості кількості членів експертної групи, розрахованої на основі отриманих даних самооцінки потенційних експертів, та використовуючи формулу 3.6 отримано: $n_{\max} = \frac{3}{2} \cdot 16,38 \approx 25$ максимальна кількість осіб, мінімальна чисельність експертної групи при $E=0,15$ становить 13 осіб. На основі розрахованих у [45] табличних значень чисельності груп при надійності експертної оцінки 85% та гранично допустимій відносній помилці 0,3 обґрунтованим є залучення групи експертів у складі 15 осіб.

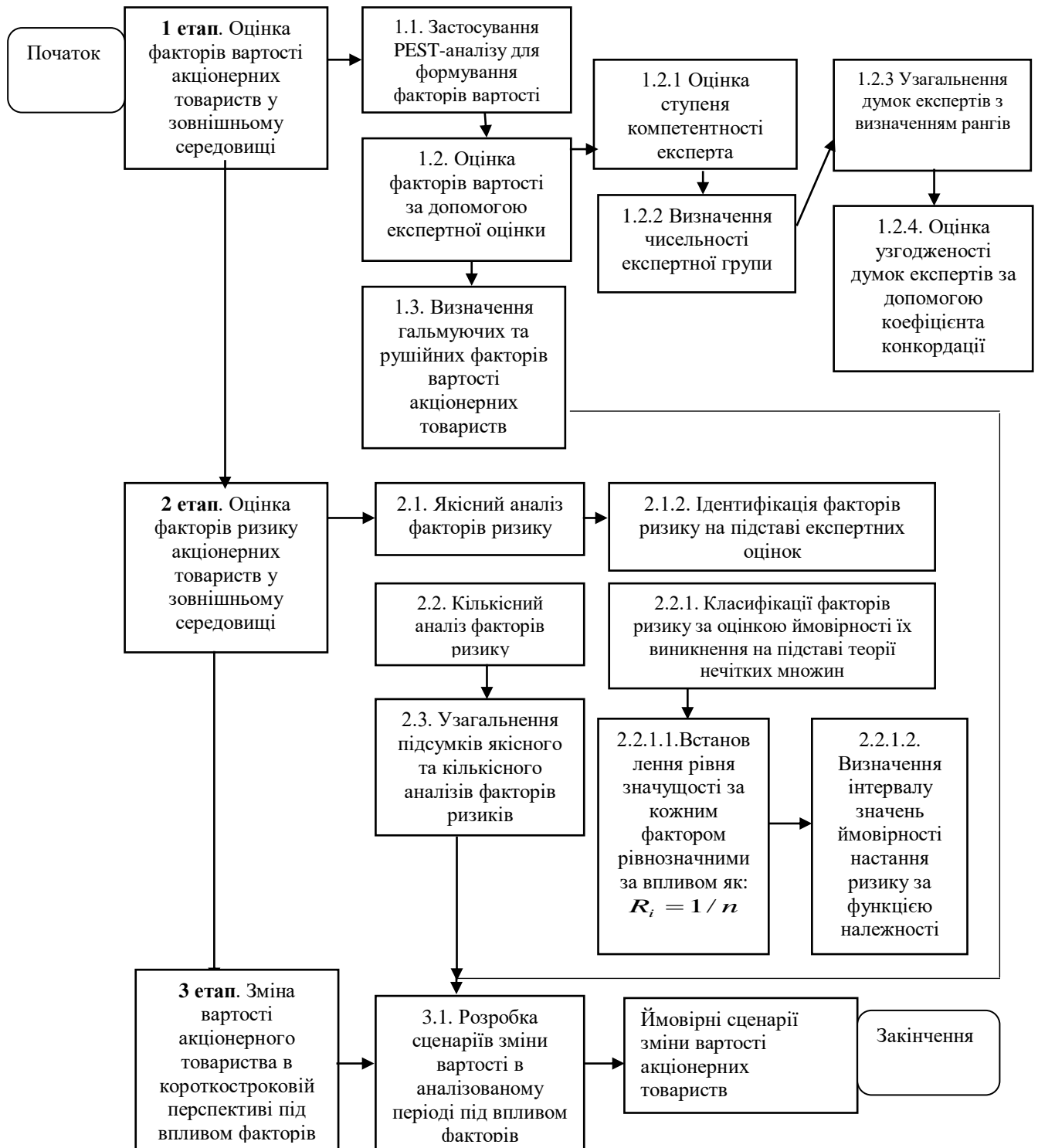


Рис. 3.2. Етапи методичного підходу оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств

На основі анкет експертизи складається зведена таблиця, що відображає експертні оцінки важливості факторів вартості за рангами (див. додаток К, табл. К.2). В табл. К.3 додатку І наведені результати індивідуального нормування (вага, надана i -м експертом j -му фактору). Оскільки оцінки, поставлені кожним експертом за окремим фактором, як правило, різняться, обчислюють розмах оцінок, в балах, який розраховується як різниця між максимальною і мінімальною оцінкою, виставленою експертами j -му фактору. [42]

У табл. 3.8 наведено показники порівняльної важливості факторів вартості та розрахований коефіцієнт конкордації, який підтверджує погодженість думок експертів. Результати розрахунку коефіцієнтів конкордації та оцінка їх значущості наведено у додатку К, табл. К.4.

За даними табл. 3.8 можна визначити, що максимальну кількість балів виставлено лише двома експертами по фактору E_2 . Великого розмаху в експертних оцінках не спостерігається, за виключення двох факторів – P_3 (асоціація України з ЄС), та E_1 (інвестиційний клімат). Розраховані значення коефіцієнтів конкордації за всіма групами факторів вартості наближаються до 1, отже можливо стверджувати, що думки експертів є злагодженими.

Таблиця 3.8

Показники порівняльної важливості факторів вартості

фактори	сума рангів	середній ранг	середнє значення в балах	частота максимально можливих оцінок	середня вага (нормована оцінка)	розмах	коефіцієнт конкордації
1	2	3	4	5	6	7	8
Політичні							
P_1	4,94	0,329	64	0	0,329	30	0,7195
P_2	7,10	0,473	28	0	0,144	20	
P_3	12,34	0,822	69	0	0,349	50	
P_4	14,97	0,998	35	0	0,175	40	

Продовження таблиці 3.8

1	2	3	4	5	6	7	8
Економічні							
E ₁	19,48	1,298	67	0	0,301	50	0,8215
E ₂	24,96	1,664	82	2	0,365	40	
E ₃	28,24	1,883	49	0	0,218	20	
E ₄	29,94	1,996	25	0	0,114	30	
Соціальні							
S ₁	38,56	2,570	57	0	0,574	30	0,7755
S ₁	41,87	2,791	22	0	0,221	30	
S ₃	44,93	2,99	20	0	0,204	20	
Фінансово-технологічні							
FT ₁	46,96	3,131	24	0	0,135	20	0,8240
FT ₂	52,85	3,523	69	0	0,392	40	
FT ₃	59,92	3,994	83	0	0,471	30	

Порівняння розрахованих значень критеріїв χ^2 з табличними значеннями для числа ступенів свободи ν та рівня значущості α дозволив для всіх груп показників з імовірністю 95% стверджувати, що отримані значення коефіцієнтів конкордації є статистично значимими, адже в усіх випадках $\chi_{розр}^2 > \chi_{табл}^2$, отже гіпотеза про погодженість висновків експертів підтверджена. Матриця PEST-аналізу і прогноз за основними факторами вартості акціонерних товариств за результатами роботи експертної групи наведена у табл. 3.9.

Матриця PEST-аналізу і прогноз за факторами вартості акціонерних товариств

Фактори	Характеристика	Оцінка за бальною шкалою до 2020 р	Фактори	Характеристика	Оцінка за бальною шкалою до 2020 р
Політичні (P)			Економічні (E)		
P ₁	Вплив політичної ситуації на інвестиційний клімат, економічну стабільність і перспективи розвитку фондового ринку є визначальними. Проте, поки що немає позитивної тенденції до стабілізації внаслідок розбалансованості структур, відсутності єдиного стратегічного плану розвитку країни тощо	64	E ₁	Військові дії, державний борг, корупція, високі кредитні ставки та нестабільність як політична так і економічна не сприятимуть у найближчі три-чотири роки росту інвестицій. Проте, євроінтеграційні процеси у довгостроковій перспективі можуть сприяти приросту іноземних інвестицій	67
P ₂	Формування законодавчої бази під ЄС може привести до олігополізації ринку цінних паперів. Зміни у законодавстві щодо більш жорстких умов призведе до зменшення кількості акціонерних товариств, які будуть випускати акції як фінансові інструменти. Зміни в податковому законодавстві й досі не сприяють покращенню фіскальної політики.	28	E ₂	Підйом економіки очікується повільними темпами, проте у довгостроковій перспективі а не в найближчі три-чотири роки. Політичні чинники можуть підвищити ризик стагнації економіки.	82
P ₃	Отримання повноправного членства в ЄС та розвиток повноцінних торговельних відносин з країнами ЄС у найближчій перспективі маловірогідний	69	E ₃	Високий рівень державного боргу звужує можливості доступу на міжнародні ринки капіталу. Фінансові потрясіння на світових фондових ринках не сприятимуть розвитку внутрішнього ринку	49
P ₄	Невирішеність конфлікту в найближчі три-чотири роки спричинять його «заморожування» з періодичністю загострення.	35	E ₄	До 2020 року очікується незначні девальваційні процеси на валютному ринку. Поступове зниження інфляції.	25
Соціальні (S)			Фінансово-технологічні (FT)		
S ₁	Підвищення рівня інноваційних та інформаційних фінансових технологій, а також євроінтеграційні процеси дозволяють прогнозувати появу стійкого попиту на кваліфікованих фахівців.	57	FT ₁	Постійне збільшення інновацій. Внаслідок нестачі фінансових ресурсів, фінансування наукових розробок відбуватиметься повільними темпами.	24
S ₁	Спостерігається тенденція задоволення потреб споживачів при підвищенні якості продукції, послуг	22	FT ₂	Розвиток інформаційних фінансових технологій і все більша їх доступність припускають неминуче ускладнення процесів їх ефективного застосування	69
S ₃	Зростання доходів і зниження рівня безробіття у найближчі три-чотири роки відбуватиметься у позитивній динаміці. Проте, внаслідок інфляційних процесів може бути визначена невідповідність номінальної та реальної заробітної плати, відставання отриманих доходів від темпів інфляції	20	FT ₃	Євроінтеграційні процеси, попит на високоякісну продукцію та послуги, посилення конкурентоспроможності продукції сприятимуть впровадження високотехнологічного обладнання. Проте, внаслідок нестачі фінансових ресурсів у найближчі три- чотири роки, таке впровадження відбуватиметься повільними темпами	83

За даними проведеного аналізу табл. 3.9 прогнози на найближчі три-чотири роки залишаються помірно позитивними. На думку експертів, політичне рішення конфлікту на Сході і зростання потреби у кваліфікованих фахівцях з урахуванням євроінтеграційних процесів, матимуть у найближчі роки вагоме значення.

Серед гальмуючих факторів вартості акціонерних товариств експертами визначені: нерозвинутість та недосконалість фондового ринку, політична нестабільність в Україні, часті зміни у податковому законодавству, слабкий ступінь розвитку інновацій, наукових розробок та інформаційних фінансових технологій.

До рушійних факторів вартості акціонерних товариств за результатами прогнозу визначено: стабільне зростання економіки; уповільнення інфляційних процесів; перспективна привабливість вітчизняних підприємств в рамках М & А угод внаслідок вдалого державного регулювання тощо.

Визначено, що внаслідок інфляційних процесів за останні роки знизилась вартість активів, що безпосередньо впливає на інвестиційну привабливість акціонерних товариств. Як зазначено у [134], фактично через велику кількість об'єктів для продажу і незначної кількості пропозицій, в Україні встановився і закріпився жорсткий «риннок покупця».

Для оцінки факторів ризику акціонерних товариств сформовано множину та підмножини ймовірності настання ризику та визначення його впливу на вартість.

Універсальною множиною $\{Fr_i\}$ виступають фактори ризику, які складаються з певних елементів:

$\{Fr_1\}$ – валютний ризик;

$\{Fr_2\}$ – процентний ризик;

$\{Fr_3\}$ – кредитний ризик;

$\{Fr_4\}$ – ризик зміни цін;

Повна множина ймовірності настання фактору ризику $\{R_i\}$ розбита на такі підмножини:

$\{R_1\}$ – значна ймовірність ризику;

$\{R_2\}$ – середня ймовірність ризику;

$\{R_3\}$ – незначна ймовірність ризику;

$\{R_4\}$ – ризик не є ймовірним.

Певна властивість $\{I_i\}$ універсальної множини є оцінка впливу факторів ризику на вартість акціонерного товариства також розбита на підмножини:

$\{I_1\}$ – значний вплив;

$\{I_2\}$ – середній вплив;

$\{I_3\}$ – незначний вплив;

$\{I_4\}$ – вплив відсутній.

Показниками для оцінки рівня ризику обрано:

валютний ризик – валютний курс у доларах на дату оцінки, грн. (X_1);

процентний ризик – середньо відсоткова ставка за кредитами у національній валюті на дату оцінки, % (X_2);

кредитний ризик – індекс промислового виробництва, відносний показник, що характеризує зміну маси вироблених матеріальних благ, (X_3);

ризик зміни цін – індекс цін виробників, який показує середній рівень зміни цін на сировину, матеріали і товари проміжного споживання щодо базисного періоду (X_4).

Використовуючи дані джерел [15, 16, 73, 134] вихідні дані для оцінки факторів ризику наведено у табл. 3.10.

Таблиця 3.10

Динаміка показників для оцінки рівня ризику

Показник	Позначення	Рік				
		2012	2013	2014	2015	2016
Валютний курс у доларах на дату оцінки, грн.	X_1	7,82	7,99	15,77	24,0	25,91
Середня відсоткова ставка за кредитами у національній валюті на дату оцінки, %	X_2	21,0	17,2	18,8	21,47	16,5
Індекс промислового виробництва	X_3	94,4	99,0	82,8	98,4	103,1
Індекс цін виробників	X_4	100,4	101,7	131,7	125,5	135,8

За даними табл. 3.10 можна зробити висновок, суттєвої зміни зазнав валютний курс, який зріс у 2016 році майже в 3,5 рази порівняно з 2012 роком.

На підставі даних табл. 3.10 визначено форму трикутного числа та встановити функцію приналежності.

За формулою 3.13 функції приналежності трикутного числа обчислено ступінь належності для кожного значення показника:

$$\mu_A(X) = \begin{cases} 0, & X \leq a, x \geq \bar{a} \\ \frac{x-a}{\bar{a}-a}, & a \leq x \leq \bar{a} \\ \frac{\bar{a}-x}{\bar{a}-a}, & a \leq x \leq \bar{a} \end{cases} \quad (3.13)$$

Результати класифікації інтервальних значень показників, рівня ризику та ступеня приналежності подано у табл. 3.11.

Таблиця 3. 11

Класифікація інтервальних значень показників, рівня ризику та ступеня приналежності

Інтервал значень	Класифікація рівня ризику	Ступінь впевненості (функція приналежності)
$0 \leq g \leq 0,05$	{R ₄ } – ризик не є ймовірним	1
$0,05 \leq g \leq 0,15$		$\mu_4 = (0,15-0) \cdot 10$
$0,15 \leq g \leq 0,25$	{R ₃ } – незначна ймовірність ризику	$1 - \mu_4 = \mu_3$
$0,25 \leq g \leq 0,35$		1
$0,35 \leq g \leq 0,45$		$\mu_3 = (0,45-0,35) \cdot 10$
$0,45 \leq g \leq 0,55$	{R ₂ } – середня ймовірність ризику	$1 - \mu_3 = \mu_2$
$0,55 \leq g \leq 0,65$		1
$0,65 \leq g \leq 0,75$		$\mu_2 = (0,75-0,65) \cdot 10$
$0,75 \leq g \leq 0,85$	{R ₁ } – значна ймовірність ризику	$1 - \mu_2 = \mu_1$
$0,85 \leq g \leq 1$		1

За результатами табл. 3.11 визначено інтервал значень ймовірності настання ризику, який наведено у табл. 3.12.

Вплив факторів ризику на вартість товариства розраховано за формулою [76]:

$$g = \sum_{j=1}^7 g_j \sum_{i=1}^n R_{ij} \times \lambda_{ij}, \quad (3.14)$$

де $g_j = 0.1 * j$.

Всі фактори ризику прийнято рівнозначними для аналізу, тому $r_i = 1/4$.

Таблиця 3.12

Критерії оцінки ймовірності ризиків

Оцінка ймовірності ризиків	Позн.	Інтервал значень для R
Значна ймовірність ризику	{R ₁ }	0,75<R<1
Середня ймовірність ризику	{R ₂ }	0,45<R<0,75
Незначна ймовірність ризику	{R ₃ }	0,15<R<0,45
Ризик не є ймовірним	{R ₄ }	0—0,15

Квантифікація факторів ризику за формулою 3.14 з урахуванням значущості показників наведені у табл. 3. 13.

Таблиця 3. 13

Квантифікація ймовірності настання факторів ризику

Фактори ризику	Значимість фактора ризику	Ступінь впливу факторів на вартість товариства			
		{R ₁ }-значний	{R ₂ }-середній	{R ₃ }-незначний	{R ₄ }-не є ймовірним
(Fr ₁) - валютний	0,25			0,121	
(Fr ₂) - процентний	0,25				0,056
(Fr ₃) - кредитний	0,25			0,133	
(Fr ₄) - зміни цін на ресурси	0,25			0,13	

За лінгвістичним розпізнаванням визначено рівень впливу факторів ризику на вартість товариства, що подано у табл. 3.14.

Таблиця 3.14

**Результати оцінки впливу факторів ризику на вартість
акціонерного товариства**

Фактори ризику	Оцінки впливу факторів ризику на вартість товариства			
	{I ₁ }	{I ₂ }	{I ₃ }	{I ₄ }
(Fr ₁)	0	0	1	0
(Fr ₂)	0	0	0	1
(Fr ₃)	0	0	1	0
(Fr ₄)	0	0	1	0

Як свідчить аналіз даних табл. 3.14, всі аналізовані фактори ризику мають незначний вплив на вартість акціонерного товариства та їх значення знаходяться в межах 0,056-0,133.

Таким чином, на основі проведеної квантифікації факторів вартості та ризику можна скласти ймовірні сценарії зміни вартості акціонерних товариств, а саме:

1) $P = \text{const}; \{E \uparrow; S \uparrow; FT \uparrow\}; R = 0$ – сценарій «очікування», при якому спостерігається заморожування військового конфлікту на Сході, входження в ЕС, повільне зростання економіки, соціальних та технологічних факторів. Ризик при цьому розвитку подій не значний. При такому сценарії вартість акціонерного товариства має тенденцію до зростання.

2) $\{P \downarrow, E \uparrow; S \uparrow; FT \uparrow\}; R = 0$ – сценарій «ріст», якому притаманні такі риси: укріплення політичної стабільності, заморожування або закінчення воєнного конфлікту, входження в ЕС, поступове зростання економіки, підвищення соціального та технологічного рівня розвитку. При цьому ризик відсутній. У даному випадку вартість акціонерного товариства має тенденцію до зростання.

3) $\{P; E; S; FT\} = \text{const}; R = 0.5$ – сценарій «заморожування», який характеризується відносною незмінністю всіх факторів, тобто відносна політична та економічна стабільність, соціальні та фінансово-технологічні фактори знаходяться на тому ж рівні, що й зараз (не спостерігається ані

покращення, ані погіршення). Ризик у даному випадку середній. При цьому розвитку подій вартість товариств буде не змінюю.

4) $\{P \uparrow ; E \downarrow ; S \uparrow ; FT = \text{const}\}$; $R = 1$ – сценарій «криза», якому притаманне зростання політичної нестабільності, подальше падіння економіки, зниження соціальних факторів та без зміни технологічно-інноваційна база товариств. Ризик достатньо високий. В разі такого сценарію вартість акціонерного товариства має тенденцію до зниження. На думку експертів, на даний час спостерігається саме такий сценарій.

На рис. 3.3 наведені варіанти сценаріїв зміни вартості акціонерного товариства під впливом факторів вартості та ризику.

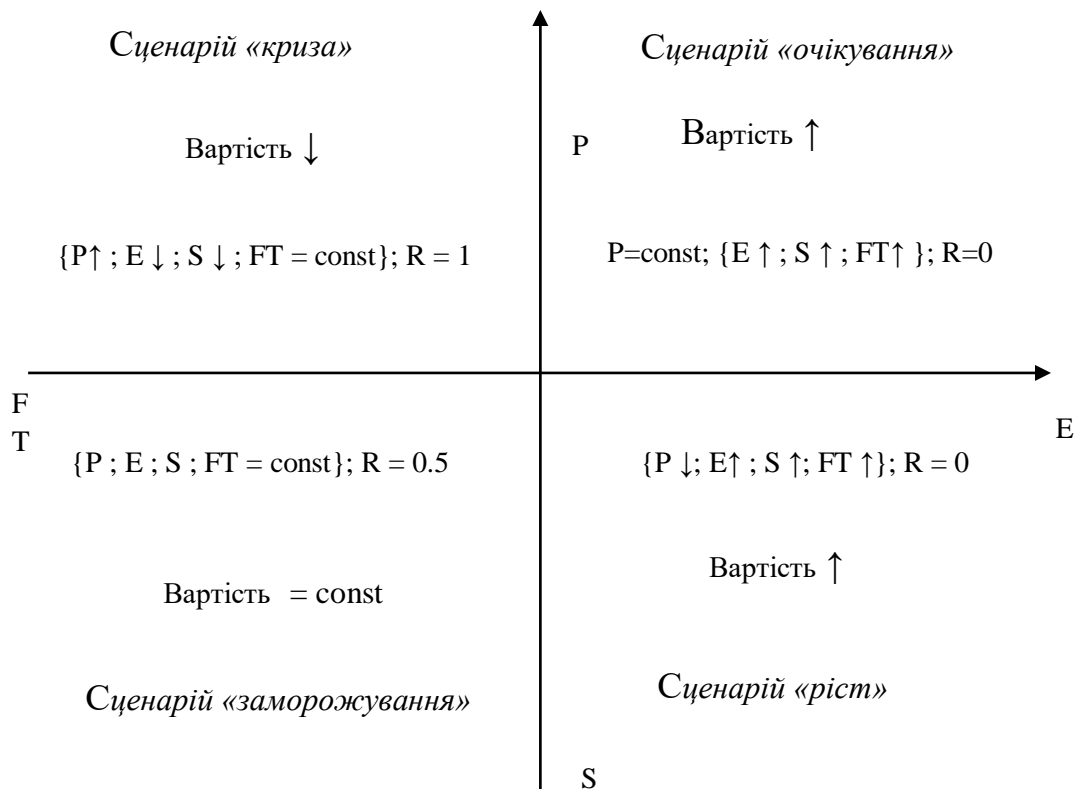


Рис. 3.3. Варіанти сценаріїв зміни вартості акціонерного товариства під впливом факторів вартості та ризику

Визначенню варіантів сценаріїв зміни вартості акціонерного товариства передуює аналіз експертів, й на думку автора він є достатнім для отримання прогнозованої інформації для дослідника і не вимагає кількісного уточнення.

Таким чином, в результаті дослідження запропоновано методичний підхід до оцінки факторів вартості та ризиків акціонерного товариства на базі чотирьох методів: Pest-аналізу, експертних оцінок, методу нечітких множин та сценаріїв.

Результати апробації запропонованого підходу свідчать про можливість його використання та широкий діапазон методів оцінки. У практичному застосуванні методичний підхід, запропонований автором, спрощується разовістю оцінювання значущості факторів ризику на момент оцінки, результати якого використовуються для надання рекомендацій.

3.3. Вибір підходу до оцінки та удосконалення інструментарію оцінки альтернативної вартості акціонерних товариств

Потреба в оцінці вартості акціонерного товариства виникає постійно: при інвестуванні, кредитуванні, страхуванні, реструктуризації, реалізації пакету акцій тощо.

Аналіз економічної літератури довів, що серед вчених-науковців не існує єдиної думки який саме метод, підхід до оцінки вартості акціонерного товариства найкращий. Велика кількість праць вчених-науковців [18, 29, 33, 53, 55, 89, 101, 114, 119, 122, 129, 132, 140, 145, 153, 170, 177, 178, 200, 206, 207, 210, 211] узагальнюють найпоширеніші методи та підходи оцінки вартості бізнесу, не акцентуючи увагу на оцінці вартості саме акціонерного товариства, тим більш не зосереджуючи увагу на типі підприємства, зокрема, акціонерного товариства. Це підтверджує проведене дослідження поглядів науковців у сфері бухгалтерського обліку, економіки, фінансів, управління, а також професійних оцінювачів.

На основі проведеного у розділі 2 дослідження системи показників з точок зору вчених-науковців визначено, що при оцінці підприємства одні учасники фондового ринку цінують його за обсяг майна (з урахуванням

заборгованості підприємства), а інші – за потенціал чистих доходів (для підприємства) від використання даного майна в майбутньому.

М. В. Корягін зазначає, що для обґрунтування доцільності вибору конкретного підходу до оцінки вартості підприємства слід провести їх порівняльний аналіз на основі врахування таких критеріїв: використання базисної концепції; джерела інформації; мети проведення оцінки; методів оцінки; обов'язкових умов використання методу; переваг та недоліків застосування у порівнянні з іншими підходами [91, с. 40]

Віддаючи належне вище зазначеним розробкам, необхідно виділити деякі їх особливості, які вносять певні складності щодо практичного застосування тих чи інших методів оцінки [42].

Незважаючи на позитивний досвід використання за кордоном, в даний час концепцію доданої вартості досить складно застосувати у вітчизняній практиці «у чистому вигляді» внаслідок певних чинників, а саме: нерозвиненість фінансового ринку; неадекватність систем внутрішнього управлінського обліку; брак культури аналізу бізнес–процесів, бухгалтерська звітність не враховує цілої низки ресурсів, які приносять дохід (вкладення в НДДКР, в навчання персоналу, інвестиції у створення та просування торгової марки, в реорганізацію бізнесу), необхідність застосування певних коригувань.

Основні проблеми, які пов'язані з застосуванням методу дисконтування грошового потоку, полягають у реалістичності прогнозів і адекватності ставки дисконту, що відображує рівень ризику, пов'язаного з оцінюваним бізнесом, а також не враховує минулі результати діяльності підприємства. Окрім цього, проведений аналіз факторів вартості та ризику довів, що Україна перебуває на даний час у нестабільному політично-економічному становищі, яке досить мінливе під впливом різних чинників, що вносить певні труднощі при прогнозуванні.

На відміну від оцінки нерухомості в оцінці бізнесу метод капіталізації застосовується досить рідко через значні коливання величин прибутків або

грошових потоків по роках, характерних для більшості оцінюваних акціонерних товариств, що підтверджується проведеним дослідженням у другому розділі.

У порівняльному підході також є суттєві обмеження щодо застосування деяких методів. Так наприклад, метод ринку капіталу не коректно застосовувати внаслідок відсутності котирування акцій більшості вітчизняних акціонерних на фондовому ринку, що викривлює порівнянність даних та відбір релевантних даних.

Майновий підхід, окремо доречно використовувати для оцінки об'єктів нерухомості або як допоміжного інструментарію у поєднанні з іншими підходами. Практичне використання результатів оцінки стосовно методу чистих активів і методів, які базуються на порівняльному підході, часто не відображає реальної ситуації, що відбувається в бізнесі компанії, яка оцінюється [63].

Метод реальних опціонів доволі складно застосувати для оцінки вартості акціонерних товариств через складність розрахунків математичного апарату, ступінь невизначеності та умовності, обмеженість щодо опціонних характеристик активів товариства.

Таким чином, кожен із підходів має свої певні недоліки та обмеження щодо їх застосування. Проте, це не значить, що не існує ніякого достовірного методу для оцінки вартості акціонерного товариства.

Для обґрунтування доцільності вибору підходу до оцінки вартості акціонерного товариства та визначення альтернативної вартості використано виважено розроблені процедури узгодження та достовірно обрані методи для їх оцінки.

Процедурою вирішення проблемної ситуації та прийняття управлінських рішень щодо альтернатив займались провідні вчені-науковці, такі як Л. Планкетт і Г. Хейл [152], Л.М. Малярець [110], Т. Сааті [63] та ін.

Для узгодження рішень щодо альтернативних варіантів, на думку Л. Планкетт і Г. Хейл [152], необхідно дотримуватись наступних вимог:

альтернативи повинні взаємно виключати один одного;

альтернативи повинні припускати максимальні відмінності за виділеними критеріями;

альтернативи повинні бути однаково ймовірні.

Оцінка і вибір альтернатив визначаються мовами опису альтернатив.

Існує три мови опису альтернатив:

критеріальна, яка дозволяє оцінити результат дії кожної альтернативи критерієм (конкретним числом);

бінарних відносин, що передбачає оцінку кожної альтернативи не окремо, а в парі з іншою альтернативою;

функцій вибору, які описують вибір як операцію над довільною множиною альтернатив A_i , кожній з яких відповідає деяка його підмножина.

Серед найбільш відомих методів, що дозволяють здійснювати ефективний вибір альтернатив у прийнятті рішень є: метод «згортки», принцип Парето, правило максиміна, метод аналізу ієрархій, теорія нечітких множин тощо.

Для обґрунтування доцільного підходу оцінки вартості запропоновано критеріальну мову опису з використанням теорії ігор (правила максиміна), методи та моделі якої використовуються для прийняття рішень у конфліктних ситуаціях. Це означає, що можна сформулювати оптимальні правила поведінки кожної сторони, яка бере участь у вирішенні конфліктної ситуації [110]. Метою гри є знаходження оптимальної стратегії для кожного гравця, тобто такої, при якій досягається максимум очікуваного середнього виграшу при багатократному повторенні гри.

Ключовим завданням для вирішення проблеми альтернатив є визначення критеріїв для їх оцінки, що дозволяють вибрати кращу з них.

Пропонується використання критеріїв Лапласа, Вальда та Гурвіца з показниками 0,8 та 0,3 з метою надання ґрунтовних висновків.

В основі критерія Лапласа є припущення про рівноймовірність дій, що подано у формулі 3.15:

$$K(A_i) = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n k_{ij}, i = 1, \dots, m, \quad K_{onm} = \max \{K(A_i), i = 1, \dots, m\}, \quad (3.15)$$

При застосуванні критерії Вальда отримується максимінний критерій, який враховує мінімальні значення системи. У кожній строчці матриці знаходиться його мінімальне значення, що описано формулою 3.16:

$$K(A_i) = \min_j k_{ij}, i = 1, \dots, m \quad K_{onm} = \max \{K(A_i), i = 1, \dots, m\}, \quad (3.16)$$

Значення загального максиміна розраховано за критерієм Гурвіца з використанням показників 0,8 та 0,3 [110], що враховує як саме високе значення так й саме низьке, займаючи проміжну позицію зважування найкращих та найгірших умов. Для цього вводиться коефіцієнт оптимізму $a(0 \leq a \leq 1)$, який характеризує ставлення до ризику осіб, що приймають рішення.

Ефективність системи знаходиться як зважування сум максимальних та мінімальних оцінок за формулою 3.17:

$$K(A_i) = a \max_j k_{ij} + (1-a) \min_j k_{ij}, i = 1, \dots, m \quad (3.17)$$

Умова оптимальності стандартна: $K_{onm} = \max \{K(A_i), i = 1, \dots, m\}, \quad (3.18)$

Розрахунок за вищенаведеними критеріями проведено для чотирьох публічних акціонерних товариств Харківського регіону, обґрунтування відбору яких проведено у розділі 2 параграф 2.1.

У табл. 3.15 наведена розрахована вартість за основними підходами оцінки. Обрано по одному методу оцінки вартості за трьома підходами.

Таблиця 3.15

Розрахунок вартості акціонерних товариств Харківського регіону

Акціонерне товариство	Підхід		
	Майновий, метод чистих активів, тис. грн.	Дохідний, метод капіталізації, тис. грн.	Ринковий, метод мультиплікаторів (P/E), тис. грн.
ПАТ «Стома»	174 027	724 969	3 499 999
ПАТ «Турбоатом»	4 738 606	11 055 832	5 069 958 240
ПАТ «Електромашина»	46 606	833 219	469 893
ПАТ «СК «Мега-Гарант»	250 790	102 137	170 724 439

За даними табл. 3.15 спостерігається досить велика розбіжність щодо отриманих розрахунків вартості по дослідженим товариствам.

У табл. 3.16 розрахована вартість для чотирьох досліджених акціонерних товариств за критеріями Лапласа, Вальда та Гурвіца для порівнянності результатів.

Таблиця 3.16

Розрахунок вартості акціонерних товариств за критеріями оптимальності

Критерій	Підхід		
	майновий, метод чистих активів, тис. грн.	дохідний, метод капіталізації, тис. грн.	ринковий, метод мультиплікаторів (P/E), тис. грн.
Лапласа	1 734 939,657	4 234 480,281	174 6469 306
Вальда	46 606	102 137	469 893
Гурвіца за показником 0,8/0,2	3 800 206	8 865 093	4 056 060 571
Гурвіца за показником 0,3/0,7	1 454 206	3 388 246	1 521 316 397

Як свідчать результати табл. 3.16, за всіма розрахованими критеріями кращим та оптимальним є ринковий підхід оцінки вартості. Використовуючи наведені критерії Лапласа, Вальда та Гурвіца, можна змоделювати

найкращий та найоптимальніший метод оцінки вартості за кожним підходом та в межах цього отримати чимало альтернативних варіантів вибору.

Враховуючи вищенаведене, визначено, що теорія ігор, а саме правило максиміна, є доречнішим методом для вирішення конфлікту при виборі застосування того чи іншого методу або підходу до оцінки.

Враховуючи, що найкращим для оцінки вартості акціонерного товариства є ринковий підхід, автором запропоновано його вдосконалення з використанням методу мультиплікаторів та оцінки альтернативної вартості. Метод мультиплікаторів дає змогу оцінити вартість товариств на основі зіставлення значень окремих показників аналогічних підприємств. Метод ґрунтується на тезі про рівність окремих мультиплікаторів, розрахованих для підприємств-аналогів. Обрані компанії-аналоги повинні відповідати таким критеріям: працювати в тій же галузі (або однієї з галузей діяльності компанії) і на тому ж сегменті ринку; мати зіставні операційні і фінансові показники; знаходитися на подібній стадії розвитку; мати порівняльні дані фінансової звітності за станом на дату оцінки.

Формула розрахунку ринкової вартості підприємства за цим методом є такою [121]:

$$V = P * M, \quad (3.19)$$

де V – вартість підприємства, розрахована на основі зіставлення мультиплікаторів;

P – значення показника, що порівнюється (чиста виручка, прибуток, СФ тощо), на оцінюваному підприємстві;

M – мультиплікатор (розраховується з використанням даних підприємства-аналога).

Метод розрахунку вартості за ринковим підходом не є досконалим, має більш загальний характер та не враховує вплив факторів, які характерні саме

для акціонерних товариств. Тобто, визначення вартості за цим методом не враховує вплив факторів зовнішнього середовища, корпоративний стан та рівень його управління, певних коригувань вартості внаслідок неліквідності або неконтрольності. Неврахування зазначених факторів може викривити інвестиційну вартість акціонерного товариства.

Як зазначено в джерелах [53, 140, 174], оцінена вартість акціонерного товариства повинна бути скоригована на недостатню ліквідність внаслідок низької цінності акцій та знижку за нерозміщення акцій на фондовому ринку через відсутність котирування акцій на фондовій біржі. Проте, якщо оцінювати контрольний пакет акцій, то фактором ліквідності можна взагалі знехтувати. Орієнтовно розмір зазначеної знижки може становити до 30 % вартості акцій. Її обов'язково потрібно враховувати при імітації відкритості акціонерних товариств [166, с.44].

Знижка за нерозміщення акцій на фондовому ринку визначається на основі статистики витрат з розміщення на ринку акцій, подібних за розміром підприємств тієї ж галузі, що і досліджене підприємство, тобто витрати з реєстрації акцій для звернення щодо включення до лістингу фондових бірж, з найму постійних брокерів та ін.. Орієнтовно розмір зазначеної знижки може становити до 10-15% вартості акцій [201].

Зазначений інструментарій розрахунку є недосконалим.

У зв'язку з вищенаведеним, постає завдання визначення альтернативної вартості акціонерних товариств, тлумачення якої наведено у розділі 1 параграфі 1.2.

Внаслідок характерних ознак акціонерних товариств є певний порядок визначення їх вартості, що наведено на рис. 3. 4.

Як видно з рис. 3.4, для оцінки вартості акціонерного товариства необхідним є врахування: форми тип товариства (приватне чи публічне); визначення ринкової ціни (біржового курсу, ринкової капіталізації), врахування ознак ліквідності чи неліквідності акцій, контрольності чи не контрольності.



*Згідно Закону України «Про акціонерні товариства»

Рис. 3.4. Порядок визначення оцінки вартості акціонерних товариств

Запропонована формула розрахунку альтернативної вартості акціонерних товариств має вигляд:

$$V_a = V_p \pm (V_p \times K_{фв}) - (V_p \times K_{фр}) \pm (V_p \times K_{\Delta фксат}), \quad (3.20)$$

де V_a – альтернативна вартість акціонерних товариств, тис. грн.;

V_p – розрахована вартість акціонерних товариств на базі середнього мультиплікатора, тис. грн.;

$K_{фв}$ – коригуючий коефіцієнт факторів вартості;

$K_{фр}$ – коригуючий коефіцієнт факторів ризику;

$K_{\Delta фксат}$ – коригуючий коефіцієнт відхилення ФКСАТ від еталонного.

За наведеною формулою 3.20, вартість товариства може бути збільшена або зменшена на коефіцієнт ФКСАТ та зменшена на коефіцієнт змін факторів вартості та ризику.

За методом експертного оцінювання, проведеного у параграфі 3.2, доведено, що у короткостроковому періоді фактори вартості знижують вартість акціонерних товариств. Для визначення впливу факторів вартості необхідно розрахувати коефіцієнт факторів вартості шляхом ділення кількості отриманих балів за оцінками експертів на максимально можливу кількість балів.

На підставі досліджень, проведених у параграфі 3.2 роботи, з'ясовано, що на момент оцінки фактори ризику чинять незначний вплив на вартість акціонерного товариства, які були визначені за теорією нечітких множин. Запропоновано коригуючий коефіцієнт факторів ризику розраховувати як середньозважене значення факторів ризику.

Надалі розраховані коригуючі коефіцієнти помножуються на розраховану вартість акціонерного товариства на базі середнього мультиплікатора й зменшують її.

Схематично інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерних товариств за наведеною формулою 3.20 подано на рис. 3.5.

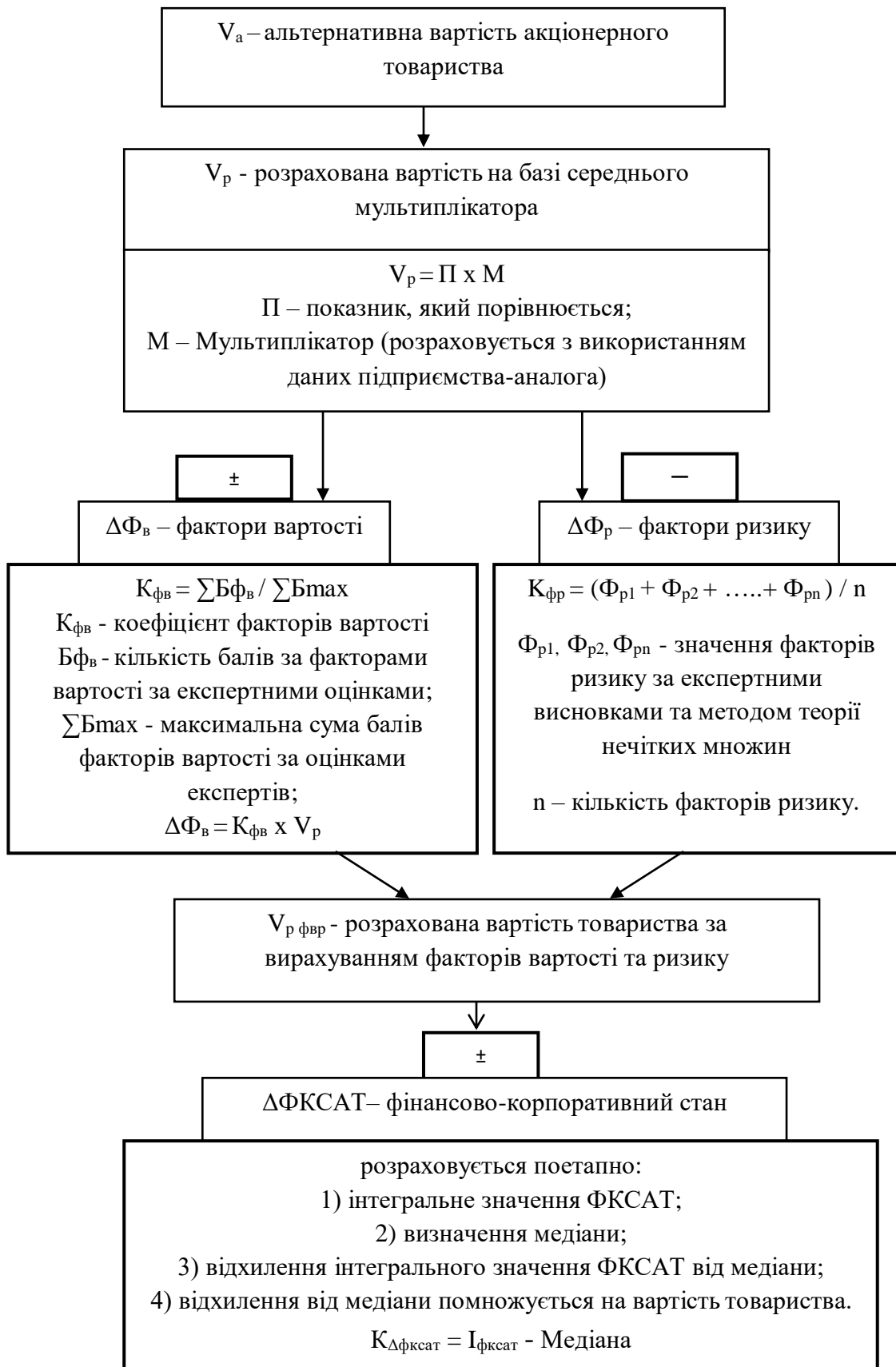


Рис. 3.5. Інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерних товариств

За даними рис. 3.5 відбувається поступове корегування розрахованої вартості на базі середнього мультиплікатора на коригуючі коефіцієнти факторів впливу (вартості та ризику) та відхилення інтегрального значення ФКСАТ від еталонного (медіани).

Вплив фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства, за запропонованою формулою 3.20 розраховується наступним чином: 1) визначається інтегральне значення ФКСАТ; 2) знаходиться медіана; 3) розраховується відхилення інтегрального значення ФКСАТ від медіани та отримується коефіцієнт корегування зі знаком +/-; 4) коефіцієнт корегування помножується на вартість товариства за вирахуванням факторів вартості та ризику.

Враховуючи динамічний та нестабільний характер зміни коригуючих коефіцієнтів, їх визначення відбувається з врахуванням фактору часу, а саме на дату здійснення оцінки.

Остаточна сума альтернативної вартості акціонерного товариства отримуються шляхом вирахування сумарного значення факторів вартості та ризику й додається або вираховується скореговане значення ФКСАТ.

Автором зазначено, що недоцільним є вибір одного мультиплікатора, який не надасть точної та об'єктивної оцінки вартості акціонерного товариства, тому потрібно використати декілька мультиплікаторів.

Як цінові мультиплікатори використано наступні:

P/E – відношення ринкової капіталізації до чистого прибутку.

P/S – відношення ринкової капіталізації до чистого доходу від реалізації.

P/NAV – відношення ринкової капіталізації до вартості чистих активів.

P/FCFF – відношення капіталізації до чистого грошового потоку.

Більша кількість мультиплікаторів, що запропоновані, дозволяють виявити радіус найобґрунтованішої величини та в процесі розрахунку буде отримано декілька варіантів вартості, істотно відмінної одна від одної. За методом зважування отримується підсумкова величина вартості, яка використовується для проведення подальших коригувань.

Апробація вдосконаленого інструментарію оцінки альтернативної вартості за ринковим підходом проведена для чотирьох публічних акціонерних товариств Харківського регіону, обґрунтування відбору яких проведено у розділі 2 параграф 2.1.

У табл. 3.17 наведено розрахунок мультиплікаторів, їх середньоарифметичне значення та медіана.

Таблиця 3.17

Розрахунок мультиплікаторів для оцінки вартості акціонерних товариств

Мультиплікатор	Розрахунок	Значення мультиплікатора по акціонерних товариствах, тис. грн.					
		ПАТ «Стома»	ПАТ «Турбоатом»	ПАТ «Електромашина»	ПАТ «Мега-Гарант»	Середньоарифметичне значення	Медіана
P/E	Капіталізація до чистого прибутку	161,42	4759,06	76,48	211816,92	54203,47	2460,24
P/S	Капіталізація до чистого доходу від реалізації	24,63	2339,68	2,88	8528,12	2723,82	1182,16
P/NAV	Капіталізація до вартості чистих активів	41,80	1502,44	18,56	819,28	595,52	430,54
P/FCFF	Капіталізація до чистого грошового потоку компанії	541,88	22018,22	40,81	41559,02	16039,98	11280,05

За результати розрахунків, отриманих у табл.3.17, можна відзначити значне коливання величин мультиплікаторів, як по підприємствах-аналогах, так і серед мультиплікаторів. Такі дані отримані внаслідок значної розбіжності у фінансових показниках по підприємствах-аналогах.

У табл. 3.18 розрахована величина вартості на базі середньоарифметичного значення мультиплікатора. У джерелі [130, с. 93]

зазначено, що як середнє для даних можна використовувати, зокрема, медіану (при непарному обсязі вибірки).

Таблиця 3.18

**Розрахункова вартість публічних акціонерних товариств
Харківського регіону на базі мультиплікаторів**

Показник	Значення показника по акціонерних товариствах, тис. грн.			
	ПАТ «Стома»	ПАТ «Турбоатом»	ПАТ «Електромашина»	ПАТ «Мега- Гарант»
P/E	53342952,16	2620963958	15115722,63	1982954,499
P/S	167977409,6	2561666726	193059233,6	23665599,97
P/NAV	36049239,73	1452852387	10897866,43	89717529,22
P/FCFF	72857824,89	2597366229	129867183,5	46338433,91
Середнє значення розрахункової вартості на базі мільтиплікаторів	82556856,58	2308212325	87235001,52	40426129,4

Дані табл.3.18 свідчать про велику розбіжність між медіаною та середньоарифметичним значенням за всіма мультиплікаторами, що виключає можливість застосування медіани у розрахунках вартості.

Розраховані коефіцієнти корегування альтернативної вартості наведено у табл. 3.19.

Таблиця 3.19

**Розрахунок коефіцієнтів корегування альтернативної вартості
акціонерних товариств**

Коефіцієнт	Формула	Публічне акціонерне товариство			
		«Стома»	«Турбо- атом»	«Електро- машина»	«Мега- Гарант»
Факторів вартості	$K_{фв} = \sum Б_{фв} / \sum Б_{мах}$	$K_{фв} = 552/1500 = 0,368$			
Факторів ризику	$K_{фр} = (\Phi_{р1} + \Phi_{р2} + \dots + \Phi_{рn}) / n$	$K_{фр} = (0,121+0,056+0,133+0,13)/4 = 0,11$			
Зміни ФКСАТ	$K_{фкс} = I_{фк} - \text{Медіана}$	0,05	-0,02	0,01	-0,12
Довідково:	Інтегральне значення ФКСАТ ($I_{фкс}$)	0,59	0,52	0,55	0,42
	Медіана	0,54			

За даними табл. 3.19 отримано коефіцієнти факторів вартості, ризику та зміни ФКСАТ, які є коригуючими коефіцієнтами альтернативної вартості акціонерних товариств.

Використовуючи дані табл. 3.18 та табл. 3.19 визначено альтернативну вартість акціонерних товариств, що подано у табл.3.20.

Таблиця 3.20

**Альтернативна вартість публічних акціонерних товариств
Харківського регіону**

Показник	Значення показника по публічних акціонерних товариствах, тис. грн.			
	«Стома»	«Турбоатом»	«Електромашина»	«Мега-Гарант»
Середнє значення розрахункової вартості на базі мультиплікаторів	82556856,58	2308212325	87235001,52	40426129,4
Фактор вартості	30380923,22	849422135,6	32102480,56	14876815,62
Фактор ризику	9081254,224	253903355,7	9595850,167	4446874,234
ФКСАТ	4127842,829	-46164246,5	1744700,03	-4851135,528
Альтернативна вартість акціонерного товариства	47222521,97	1158722587	47281370,82	16251304,02

Отримані результати даних табл.3.20 свідчать, що альтернативна вартість акціонерних товариств є нижчою порівняно з розрахованою вартістю на базі мультиплікаторів. Така різниця пояснюється тим, що альтернативна вартість враховує можливі фактори, негативний вплив яких її зменшує, що дозволяє сформулювати висновок, про граничну суму, нижче якої не доцільно продавати акціонерне товариство.

У табл. 3.21 наведена порівняльна характеристика розрахованих видів вартості для виділених акціонерних товариств у формі ПАТ Харківського регіону.

За даними табл. 3.21 видно, що сума альтернативної вартості акціонерних товариств у ПАТ «Електромашина» та ПАТ «Стома» наближена до її ринкової капіталізації, а у ПАТ «Турбоатом» та ПАТ «Мега-Гарант» — до розрахованої вартості на базі мультиплікаторів.

Таблиця 3.21

**Порівняльна характеристика розрахованих видів вартості
публічних акціонерних товариств Харківського регіону**

Акціонерне товариство	Ринкова капіталізація, тис. грн.	Вартість, тис. грн.	
		розрахована за ринковим підходом	альтернативна за ринковим підходом
ПАТ «Стома»	3499998,6	82556856,58	47222521,97
ПАТ «Турбоатом»	5069958240	2308212325	1158722587
ПАТ «Електромашина»	469893,1	87235001,52	47281370,82
ПАТ «Мега-Гарант»	170724438,5	40426129,4	16251304,02

Таким чином, запропонований інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерних товариств за ринковим підходом методом мультиплікаторів є альтернативним інструментом оцінки вартості з врахування коригуючих коефіцієнтів впливу на вартість акціонерних товариств з метою надання об'єктивної та достовірної оцінки вартості.

В результаті дослідження визначено, що акціонерні товариства внаслідок специфічних ознак діяльності потребують досконалого методичного забезпечення для дієвого формування механізму їх оцінки. Для оцінки вартості акціонерних товариств необхідним є встановлення рівня ФКСАТ, визначення факторів впливу на вартість у зовнішньому середовищі, вибір найбільш доцільного підходу оцінки вартості за допомогою виважених процедур та методик. Узгодженість результатів оцінки отриманих різними методами є завершальним етапом оцінки. З метою узгодженості та уникнення конфліктних ситуацій щодо ґрунтового підходу та методу оцінки вартості запропоновано використання теорії ігор та структурна взаємодія між суб'єктами оцінки.

Висновки за розділом 3

1. Запропонована процедура оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств з використанням бального підходу до визначення інтегрального показника, яка дозволяє виявити синергетичні можливості для зростання вартості товариства на перспективу, а також

застосовується для корегування альтернативної вартості товариства. В результаті аналізу фінансових коефіцієнтів виділено перелік показників-індикаторів з різних аналітичних груп, які характеризують стан акціонерного товариства та включає аналіз трьох компонент: майнового, фінансового та корпоративного.

2. Запропонований методичний підхід до оцінки факторів вартості та ризику акціонерного товариства дозволяє визначити сукупність впливу чинників на вартість товариства. Даний методичний підхід включає три послідовних етапи: оцінка факторів вартості на основі PEST-аналізу та методу експертних оцінок; оцінка факторів ризику за методом експертних оцінок та нечітких множин; побудова сценаріїв впливу даних факторів на вартість акціонерного товариства в прогнозованому періоді.

3. Обґрунтовано доцільність вибору ринкового підходу та методу мультиплікаторів до оцінки вартості акціонерних товариств на підставі теорії ігор з використанням критеріїв Лапласа, Вальда та Гурвіца. Розвинуто ринковий підхід до оцінки вартості акціонерного товариства, який дозволяє визначити альтернативну вартість з послідовним корегування розрахованої вартості на базі цінних (ринкових) мультиплікаторів на коригуючі коефіцієнти факторів вартості та ризику й з урахуванням фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств. Дієвість запропонованого інструментарію оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства за ринковим підходом продемонстровано на прикладі чотирьох підприємств й отримані результати свідчать про зниження вартості товариства під впливом факторів.

Результати досліджень опубліковано в [3, 5, 6, 9, 172, 212].

Список використаних джерел [15, 16, 18, 19, 27, 29, 38, 39, 41, 44-46, 48, 49, 50, 53-55, 57, 59, 68, 73,76, 78, 79, 81, 84, 87, 89, 92, 96, 98, 99, 104, 108 ,110, 114, 115, 119, 122, 123, 126, 127, 129, 130, 133, 140, 145, 149, 152, 153, 161, 163, 166, 169, 170, 172, 174, 177-179, 181, 182, 185, 192 ,193, 197, 200, 202, 204, 206, 210, 211, 218].

ВИСНОВКИ

Результатом дисертаційної роботи є вирішення науково-практичного завдання щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств. Виконаний у дисертаційній роботі комплекс досліджень дозволяє сформулювати такі висновки та пропозиції:

1. Дослідження та узагальнення поглядів вітчизняних і зарубіжних вчених щодо розуміння змісту понять «вартість», «оцінка», «механізм», дало змогу науково обґрунтувати трактування понятійного апарату механізму оцінки вартості акціонерного товариства, що дозволило удосконалити поняття «альтернативної вартості», як одного з інструментів оцінки з урахування коригуючих коефіцієнтів впливу на вартість. Запропоновані визначення формують теоретичні положення механізму оцінки вартості акціонерних товариств з визначенням етапів для досягнення конкретної мети. Доведено, що вирішення проблеми формування дієвого та ефективного механізму оцінки вартості акціонерних товариств полягає у розробленні інструментарію оцінки їх альтернативної вартості.

2. Запропоновано принципи та функції механізму з метою формування теоретичного базису механізму оцінки вартості акціонерних товариств, що визначають сутність, зміст та взаємозв'язок його елементів і компонент у цілому. Доведено, що принципи механізму оцінки вартості дозволяють врахувати найважливіші фактори та елементи, за допомогою яких функціонує механізм. Функції механізму визначають цільове призначення системи оцінки вартості акціонерних товариств.

3. Удосконалено класифікацію факторів впливу на вартість акціонерних товариств завдяки їх групуванню у чотири групи (політичні, економічні, соціальні та фінансово-технологічні), що доповнені додатково сформованою групою за класифікаційною ознакою «за спрямованістю впливу на вартість», використання якої дозволить у повному обсязі розкрити закономірності процесу оцінки та визначити зміни у вартості акціонерних

товариств. Розроблену класифікацію факторів впливу на вартість використано у запропонованому методичному підході до їх оцінки, що має практичну спрямованість.

4. Дослідження довели, що вітчизняний ринок цінних паперів значно відстає у розвитку від ринків промислово розвинених країн, має певні обмеження його формування. Торгівля акціями переважно відбувається на позабіржовому ринку, а біржовий ринок за структурою обсягів торгів фактично є ринком державних облігацій. Визначено напрями вдосконалення вітчизняного ринку цінних паперів, серед нагальних є розробка чіткої законодавчої бази щодо становлення ліквідного, надійного та прозорого національного ринку цінних паперів. Тенденціями розвитку ринку цінних паперів є мобілізація та перерозподіл фінансових ресурсів, що значною мірою впливає на ефективність функціонування фінансової системи.

5. З використанням системно-елементного підходу сформовано механізм оцінки вартості акціонерного товариства з виділенням етапів та їх деталізацією за суб'єктами, об'єктами, методичною, функціональною, організаційною та процесною компонентами, що, у свою чергу, складаються з певних елементів. Визначено, що для реалізації елементів механізму оцінки вартості акціонерних товариств обов'язковим є створення структури інститутів та встановлення їх взаємозв'язку, наявність фінансових ресурсів й шляхи їх розподілу. Дієвість механізму оцінки вартості акціонерних товариств доведено через розроблений методичний інструментарій їх оцінки та факторів впливу на альтернативну вартість акціонерних товариств

6. Для забезпечення достовірності оцінки альтернативної вартості вдосконалено процедуру інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств, що виокремлює показники майнового, фінансового та корпоративного рівня з урахуванням специфіки діяльності акціонерних товариств. Така конкретизація уможливорює покращення процесу оцінки вартості, визначення синергетичних потенційних можливостей акціонерного товариства для зростання його вартості та

дозволить виявити слабкі позиції акціонерного товариства, що потребують усунення. Запропонована процедура забезпечить цільовий підхід до оцінки вартості акціонерних товариств, а визначений рівень їх фінансово-корпоративного стану доцільно використовувати для оцінки альтернативної вартості як коригуючого коефіцієнта.

7. Для підвищення достовірності розрахунку вартості акціонерних товариств розроблено методичний підхід до оцінки факторів впливу на вартість із послідовним використанням чотирьох методів аналізу: Pest-аналізу, експертних оцінок, нечітких множин та сценаріїв. Це дозволило визначити підпорядкованість факторів, виявити найбільш впливові з них (гальмуючі та рушійні) та впровадити нові форми і методи фінансової роботи. На підставі отриманих оцінок факторів впливу на вартість розраховано коригуючі коефіцієнти, які запропоновано враховувати для розрахунку альтернативної вартості акціонерних товариств.

8. Обґрунтування доцільності вибору підходу та методу оцінки вартості акціонерних товариств встановлено з використанням критеріальної мови опису теорії ігор (правило максиміна). На підставі такого аналізу доведено доцільність використання ринкового підходу та методу цінових мультиплікаторів як дієвого інструменту оцінки вартості акціонерних товариств.

9. Як доповнення до існуючого інструментарію оцінки вартості акціонерних товариств за ринковим підходом запропоновано послідовне корегування коефіцієнтами, що враховують зміни факторів впливу та дають можливість визначити альтернативну вартість акціонерних товариств. Запропонований інструментарій оцінки альтернативної вартості за ринковим підходом враховує кількісну оцінку впливу факторів, як загальних, так і специфічних саме для акціонерних товариств (корпоративний стан, неліквідність акцій тощо) та підвищує якість прийняття рішень. Теоретична і практична значущість розробок, що містяться у дисертації, доведена довідками про впровадження.

Практичне значення отриманих результатів підтверджується довідками про впровадження в діяльність ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій» (довідка № 115 від 02.10.2017 р.), ПАТ «Електромашина» (довідка № 85 від 11.09.2017 р.) та в навчальний процес Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця (довідка №17/86-32-183/1 від 05.09.2017 р.).

Можливими напрямками продовження досліджень за тематикою дисертації є удосконалення інструментарію оцінки вартості акціонерних товариств, поглиблення теоретичних та методичних положень щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алєйнікова Н. М. Теоретичні аспекти оцінки вартості акціонерних товариств [Електронне видання] / Н.М. Алєйнікова // Особливості оцінки майна та майнових прав: монографія / О. В. Васильєв, Л. І. Піддубна, Л. В. Єфремова та ін.; за заг. ред. д-ра екон. наук, професора О. В. Васильєва. – Х : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – С. 75–93. Режим доступу : <http://www.repository.hneu.edu.ua/handle/123456789/18547>.
2. Алєйнікова Н. М. Характеристика і порівняльний аналіз сучасних підходів до оцінки вартості бізнесу акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2016. – Вип.18 – Ч.1 – С. 146–150.
3. Алєйнікова Н. М. Формування системи факторів вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Інтелект ХХІ.– 2017. – № 2. – С. 224–229.
4. Алєйнікова Н. М. Функціонування фондового ринку України в умовах економічної нестабільності фінансового середовища / Н. М. Алєйнікова // Вісник Одеського національного університету – 2016. – Вип. 4 (46)., Т. 21 – С. 144–148.
5. Алєйнікова Н. М. Вдосконалення оцінки вартості акціонерного товариства за ринковим підходом / Н. М. Алєйнікова // Управління розвитком: – Збірник наукових праць. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця., 2017. – № 3 – 4. – С. 88–96.
6. Алєйнікова Н. М. Методика оцінки потенціалу вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії. – 2017. – Вип. 2 – Ч.1 (08). – С. 81–86.
7. Алєйнікова Н. М. Проблеми корпоративного управління в Україні / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції молодих учених та студентів «Розвиток фінансової політики

України в умовах трансформації соціально-економічних відносин» (м. Харків, 23 квітня 2015 р.). – Харків : ХІФ УДУФМТ. – 2015. – С. 496–498. – 1 електрон. опт. диск (CD-ROM): кольор.; 12 см. – Систем. вимоги: Pentium; 32 Мб RAM; CD-ROM Windows 98/2000/NT/XP; Adobe Acrobat Reader. – Назва з контейнера.

8. Алейнікова Н. М. Аналіз факторів, які впливають на вартість акцій компанії / Н. М. Алейнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики (м. Одеса, 25-26 вересня 2015 р.). – Одеса : ОНУ імені І. І. Мечникова, 2015. – Ч.1. – С.80–83.

9. Алейнікова Н. М. Вплив корпоративного управління на зростання ринкової вартості акціонерного товариства / Н. М. Алейнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Інноваційні напрямки теоретичних та практичних досліджень в економічній науці (м. Київ, 25-26 вересня 2015 р.). – Київ ГО «Київський економічний науковий центр», 2015. – С. 34–37.

10. Алейнікова Н. М. Сутність поняття «Механізму оцінки вартості акціонерного товариства» / Н. М. Алейнікова // Матеріали III Всеукраїнської науково-практичної конференції з міжнародною участю «Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (м. Миколаїв, 4–5 листопада 2016 р.). – Миколаїв : ММІРЛ ВНЗ «Університет «Україна», 2016. – С. 21–24.

11. Алейнікова Н. М. Акціонерне товариство в системі формування фондового ринку України, тенденції та перспективи розвитку / Н. М. Алейнікова // Тези доповідей Міжнародної наукової конференції «Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця» (м. Харків, 1–2 червня 2017 р.). – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – С. 11–14.

12. Алейнікова Н. М. Удосконалення механізму оцінки вартості акціонерних товариств / Н. М. Алейнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні можливості забезпечення

соціально-економічного розвитку країн», (м. Ужгород, 16 вересня 2017 р.). – С. 136–139.

13. Алєйнікова Н. М. Оцінка факторів вартості та ризику для вартості акціонерних товариств / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи» (м. Дніпро, 29–30 вересня 2017 р.). – Ч.1. – С. 65–68.

14. Андробченко Л. О. IPO як інструмент підвищення вартості відкритих акціонерних підприємств / Л. О. Андробченко // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2005. – № 23. – С. 12–19.

15. Аналітичний огляд банківської системи України за результатами 2016 року [Електронний ресурс]: Національне рейтингове агентство «Рюрік» (сайт). 2016. – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_4_kv_2016.pdf

16. Аналітичний огляд стану державного боргу та його впливу на фінансовий ринок України станом на 01.09.2015. [Електронний ресурс]: Національне рейтингове агентство «Рюрік» (сайт). – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/REVIEW_debt.pdf

17. Афанасьев Н. В. Управление развитием предприятия: монография / Н. В. Афанасьев, В. Д. Рогожин, В. И. Рудыка – . Х.: Издательский Дом «ИНЖЕК», 2003. – 184 с.

18. Афанасьєва Т. А. Управління вартістю підприємства / Т. А. Афанасьєва [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://intkonf.org/afanaseva-ta-upravlinnya-vartistyu-pidpriemstva/>

19. Базилевич В. Д. Економічна теорія: Політекономія / В. Д. Базилевич – К.: Знання-Прес. 6-е вид, 2007. – 718 с.

20. Баффет У. Эссе. Об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Баффет У. Эссе. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 155 с.

21. Безбородова Т. В. Сучасні підходи до оцінювання ринкової вартості промислового підприємства / Т. В. Безбородова // Економіка. Управління. Інновації. – 2011. – №1(5). – С. 34-38.
22. 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.
23. Бланк И.А. Управление финансовыми рисками / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2007 – 600 с.
24. Большой экономический словарь / Под. ред. Азрилияна А. Н. – М.: Институт новой экономики, 2011. – 1472 с.
25. Бондаренко Є. П. Механізм регулювання ринку фінансових послуг України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Є. П. Бондаренко / ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми. – 2011. – 18 с.
26. Борщук І. В. Ринкова вартість капіталу компанії та її акцій / І. В. Борщук // Науковий вісник НЛТУ України. – 2009. – Вип. 19.3. – С. 252-259.
27. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2012. – С. 759-787.
28. Брегхен Ю. Оценка стоимости бизнеса в условиях трансформационной экономики / Ю. Брегхен // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 5. – С. 15-21.
29. 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.
30. 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.

31. Бутко М. П. Методологічні аспекти кластеризації промислового комплексу регіону / М. П. Бутко, Г. М. Самійленко // Економіка і держава. – 2010. – № 2. – С. 38–43.
32. 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.
33. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса / С. В. Валдайцев. – М. : ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 576 с.
34. 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.
35. 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.
36. Васильєв О. В. Проблеми удосконалення інфраструктури страхового ринку / О. В. Васильєв // Вісник Чернігівського державного технологічного університету.– 2013. – № 2 (66). – С. 205-209.
37. Васильєв О. В. Сучасні трансформації інфраструктури фондового ринку України та Європи / О. В. Васильєв, А. І. Німкович // Економіка розвитку. – 2016. – № 4 (80). – С. 16-21.
38. Васильєв О. Принципи скорингового моделювання /О. Васильєв // Вісник НБУ, травень. – 2014. – С. 40-44.
39. Вартість банківського бізнесу : монографія / А. О. Єпіфанов, С. В. Леонов, Й. Хабер [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук С. В. Леонова. – С : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011.– 295 с.

40. Вечканов Г. С. Современная экономическая энциклопедия / Г. С. Вечканов, Г. Р. Вечканова. – СПб.: Лань, 2002. – 80 с.
41. Вітлінський В.В. Ризикологія в економіці та підприємстві: монографія / В.В. Вітлінський, Г.І. Великоіваненко. – К.: КНЕУ, 2004. – 480 с.
42. Гавкалова Н. Л. Ринок цінних паперів: особливості та фінансове забезпечення його функціонування : монографія / Н. Л. Гавкалова, О. Ю. Шутєєва. – Х. : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015. – 184 с.
43. Герасименко О. В. Економіко-організаційний механізм збалансованості фінансової системи територій: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: [спец.] 08.00.08 / О. В. Герасименко. Львівська державна фінансова академія Міністерства фінансів України. Львів, 2010. – 20 с.
44. Гилязова Л. Р. Методика розрахунку інтегрального показника фінансової стійкості на основі даних бухгалтерського балансу / Л. Р. Гилязова // Молодий вчений. – 2012. – №8. – С. 91-93.
45. Гой В. В. Інтегральний показник ймовірності банкрутства корпоративних підприємств /В. В. Гой // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка». – 2017. – Том 27. – № 3. – С. 182-189.
46. Горова К. О. Оцінка ефективності корпоративного управління на підприємстві / К. О. Горова // Проблеми і перспективи розвитку підприємництва. – 2013. – № 2. – С. 37-41.
47. Господарський кодекс України від 16.01.2003 №436- IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
48. Грабовецький Б. С. Методи експертних оцінок: теорія, методологія, напрямки використання : монографія / Б. С. Грабовецький. – В : ВНТУ, 2010. – 171 с.

49. Григорьев В. В. Оценка предприятия. Имущественный подход / В. В. Григорьев, И. М. Островкин. – М.: Дело, 1998. – 224 с.
50. Гришан Ю. П. Концептуальні засади управління державними корпоративними правами / Ю. П. Гришан, О. Г. Мендрул // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2001. – №4. – С.44-48.
51. Грищенко Ю. Маржиналізм і трудова теорія вартості: чи можливий синтез? / Ю.Грищенко // Економіка України. – 1996. – №1. – С. 73-79.
52. Грэгори А. Стратегическая оценка компаний. / А. Грэгори – М. : Квинто-Консалтинг. – 2003. – 200 с.
53. Грязнова А. Г. Оценка бизнеса / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. М.: Финансы и статистика. – 2011. – 387 с.
54. Давиденко Д. О. Формування механізму фінансових послуг для здійснення операцій з житловою нерухомістю: дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Д. О.Давиденко / Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця. Харків, 2017. – 245 с.
55. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А.Дамодаран / Пер. с англ. 5е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. –724 с.
56. Данильченко М. Концепція управління вартістю як основа формування стратегії підприємства / М. Данильченко, О. Сохацька // Наука молода. – 2007. – №8. – С. 12-17.
57. Діагностика стану підприємства: теорія і практика: монографія / За заг. ред. А. Е. Воронкової. 2-е вид., перероб. і доп. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2008. –520 с.
58. Дороніна М. С. Управління економічними та соціальними процесами підприємства : монографія / М. С. Дороніна – Х. : Вид. ХДЕУ, 2002. – 432 с.
59. Дорошенко Г.О. Основні засади оцінки фінансової стійкості

підприємства в антикризовому управлінні / Г. О. Дорошенко, Т. С. Голубкова // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні шляхи забезпечення стабільного економічного розвитку»(25-26.11.2015р.). – Харків. – С. 7-10.

60. Дорошенко Г.О. Стратегічне управління фінансовими ресурсами підприємства та її оцінка / Г. О. Дорошенко, Р. О. Борозняк // Проблеми забезпечення макроекономічної рівноваги в сучасних умовах розвитку економіки: тези доповідей на 10 Симпозіумі 23 листопада 2017 року. – Харків: ХІФ КНТЕУ. – 2017- – С. 29-30.

61. Дорошенко Г.О. Бюджетування грошових потоків як елемент механізму оцінки вартості акціонерних товариств / Г. О. Дорошенко // Економічний простір: Збірник наукових праць. – 2018. – № 133. – С. 121-130.

62. Дорошенко Г. О. Інноваційно- орієнтована стратегія як шлях до підвищення вартості акціонерного товариства / А. О. Дорошенко / Вісник ХНАУ ім. В.В. Докучаєва. Серія «Економічні науки». – 2018. - №2. – С.1-13.

63. Дубовик А. О. Інструменти оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів: дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] . 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / А. О. Дубовик / Харківський національний економічний університет. – Харків, 2011. –171 с.

64. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления / И. А. Егерев. – М. : ДЕЛО, 2003. – 480 с.

65. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т. 1. / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – 864 с.

66. Економічна статистика по діяльності підприємств [Електронний ресурс]. Державна служба статистики України (сайт). – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

67. Елисеев В. М. Классификация видов стоимости / В. М. Елисеев // Вопросы оценки. – 1998. – № 1. – С. 56-60.

68. Ершова Н. М. Прийняття рішення на основі методу аналізу ієрархій / Н. М. Ершова // Вісник Придніпровської державної академії будівництва та архітектури. – 2015. – № 9 (210). – С. 39-45.
69. Есипов В. Е. Оценка бизнеса: полное практическое руководство / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, С. К. Мирзажанов. – Спб.: Эксмо. – 2008. – 352 с.
70. Есипов В. Е. Оценка бизнеса : науч. изд. / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова – Спб.: изд-во «Питер», 2001.– 416 с.
71. Єфремова Л. В. Особливості використання методичних підходів з оцінки при визначенні ринкової вартості підприємства / Л. В. Єфремова, Н. М. Алєйнікова // Бізнес-інформ. – 2013. – № 6. – С. 284–288.
72. Злиття та поглинання в Україні [Електронний ресурс]. M&A Ukraine (онлайн-платформа). 2018. – Режим доступу: <https://mergers.com.ua>.
73. Індекс інфляції (2000-2018) [Електронний ресурс]. Мінфін (сайт). 2018. – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/economy/index/inflation>.
74. Інформаційний портал про інвестиції та фінанси [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.investfunds.ua/news/rynoksliany-i-pogloshenij-vukraine
75. Іонін Д. Є. Механізм управління вартістю страхових компаній: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Д. Є. Іонін / Донец. нац. ун-т. Донецьк, 2008. – 20 с.
76. Ісаєва Т.М. Нечітко-множинний підхід до оцінки ризику банкрутства / Т. М. Ісаєва // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. – 2012. – №1 (17). – С. 108-112.
77. Ісхакова О.М. Стан та перспективи розвитку фондового ринку в Україні / О. М. Ісхакова, К. В. Проценко, А. О. Стовбун // Молодий вчений. грудень. – 2016. – № 12 (39). – С. 752-756.
78. Камінський А. Б. Моделювання фінансових ризиків / А. Б. Камінський – К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2006. – 304 с.

79. Кандинская О. А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская – М.: Юнити, 2009. – 401 с.
80. Канищенко Н. Г. Кластеры в системі національної конкурентоспроможності / Н. Г. Канищенко // Вісник КНУ. Серія Економіка. – 2006. – Вип. 85. – С. 14-16.
81. Каплан Р. С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. 2-е изд., испр. и доп. / Р. С. Каплан, Д. П. Нортон – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 320 с.
82. Касьяненко Т. Г. Современные проблемы теории оценки бизнеса / Т. Г. Касьяненко – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2012. – 353 с.
83. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. / Кейнс Дж. М. – М.: Прогресс, 1978. – 494 с.
84. Кизим М. О. Збалансована система показників: монографія / М. О. Кизим, А. А. Пилипенко, В. А. Зінченко. – Х: ВД «Інжек», 2007. – 192 с.
85. Козлов В. В. Оценка пакетов акций / В. В. Козлов, Е. В. Козлова // Вопросы оценки. – 4'2003. – №3. – С. 55 – 64
86. Колесніченко А. С. Механізм державного регулювання взаємовідносин між суб'єктами електроенергетичного ринку / А. С. Колесніченко // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія Економіка. – Випуск 2 (43). – 2014. – С. 33-38.
87. Колодізев О. М. Сценарне моделювання стратегічного управління ринковою вартістю банку / О. М. Колодізев, Д. Д. Гонтар // Економічний часопис-XXI. – 2014. – № 9-10(2). – С.19-23.
88. Колодізев О. М. Оцінювання фінансового потенціалу залучення коштів фізичних осіб банками України / О. М. Колодізев, О. В. Лебідь, О. В. Зуєва // Актуальні проблеми економіки. – 2017. – № 2(188). – С. 260-268.
89. Комплексна оцінка вартості підприємства: монографія / Р. О. Костирко, Н. В. Тертична, В. О. Шевчук / За заг. ред. докт. екон. наук, академіка НАН України М. Г. Чумаченка. 2-ге вид. перероб. і доп. – Х.: Фактор, 2008. – 278 с.

90. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс]: постанова Правління НБУ №391 від 18 червня 2015 року). – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=18563297>

91. Корягін М. В. Бухгалтерський облік у системі управління вартістю підприємства: теоретико-методологічні концепції: монографія / М. В. Корягін. – Львів: ЛКА, 2012. – 389 с.

92. Корягін М. В. Оцінювання вартості підприємства в системі бухгалтерського обліку : монографія / М. В. Корягін. – Львів: ТОВ «НВП «Інтерсервіс», 2012. 261 с.

93. Косова Т.Д. Біржові механізми залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями / Т.Д. Косова, О.В. Ярошевська // Інвестиції: практика та досвід. - 2016. - №22. - С. 9-12.

94. Косова Т.Д. Механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі / Т.Д. Косова, О.В. Ярошевська // Вісник ДонНУЕТ. – 2017. – № 1(66). – С. 144-154.

95. Косова Т. Д. Фондова електронна торгівля цінними паперами: вплив на розвиток фінансового ринку України / Т. Д. Косова, О. В. Ярошевська // Економіка та держава. – 2017. – № 2. – С. 7-10.

96. Косова Т.Д. Стандарти корпоративного управління як інструмент підвищення транспарентності фінансово-кредитного ринку / Т.Д. Косова, О.В. Ярошевська // Інфраструктура ринку. – 2018. – №1. – С 222-227.

97. Косова Т.Д. Адаптація фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання до умов співробітництва з Європейським Союзом / Т.Д. Косова, О.В. Ярошевська // Сучасні міжнародні економічні відносини: драйвери успіху та виклики розвитку : матер. XVIII міжн. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 22-23 бер. 2018 р.). – Дніпро: ДНУ імені Олеся Гончара, 2018 – С. 74-77.

98. Косова Т. Д. Фінансові механізми оцінки вартості капіталу акціонерного товариства / Т. Д. Косова, Н. Е. Деєва // Приморські економічні студії. – Випуск 30-2. – 2018. – С. 80-84.

99. Косова Т. Д. Вартісні аспекти формування капіталу акціонерних товариств / Т. Д. Косова, І. О. Стебляк // Інфраструктура ринку. - Випуск 20. – 2018. – С. 243-247.

100. Костирко Р. О. Оцінка потенціалу прибутковості підприємства для прийняття управлінських рішень / Р. О. Костирко // Вісник Хмельницького національного університету. – 2009. – № 4. – Т. 2. – С. 85-89.

101. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурын / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2005. – 576 с.

102. Краснова І. В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку / І. В. Краснова // Проблеми економіки. – 2014. – № 1. – С. 129-134.

103. Кропельницька С. О. Методологічні основи створення кластерів в українській економіці: регіональний аспект / С. О. Кропельницька // Вісник Прикарпатського ун-ту. Серія: Економіка. Івано-Франківськ: Плай. – 2005. – Вип. 2. – С. 54-58.

104. Кудина М. В. Формирование стоимости компаний: теоретические и методологические аспекты: диссер. на соиск. науч. степени докт.ekon. наук: [спец.] 08.00.01 «Экономическая теория» / М. В. Кудина / МГУ им. М. В. Ломоносова, 2010. – 393 с.

105. Кузьомін О. Я. Ідентифікація складових економічних кластерів / О. Я. Кузьомін, В. В. Ляшенко // АСУ. – 2010. – № 152. – С. 22-26.

106. Кульман А. Экономические механизмы: Пер. с франц. / Под общ. ред. Н. И. Хрустальной. – М. : Прогресс; Универс, 1993. – 192 с.

107. Кутузова М. М. Фондовий ринок України в умовах нестабільного фінансового середовища: дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / М. М. Кутузова / Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів, 2016. – 274 с.

108. Ларікова Т. В. Особливості розрахунку інтегральної оцінки фінансового стану суб'єктів господарювання / Т. В. Ларікова // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». – Випуск 6. – Частина 1.– 2014.– С.228-233.
109. Маліч Л. Ринкова капіталізація акціонерних товариств та проблеми біржової торгівлі в Україні / Л. Маліч, О. Хасанова // Економіка. – № 4 (111) травень-червень 2011. – С. 53-56
110. Малярець Л. М. Економіко -математичні методи і моделі / Л. М. Малярець, Е. Ю. Железнякова, Є. Ю. Місюра. – Харків: Вид. ХНСУ, 2014. – 412 с.
111. Макконнелл К. Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконнелл, Брю Л. Стенли. Пер. с англ. 17-е изд., англ. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 916 с.
112. Маршал В. А. Принципы экономической науки в 3 т. / В. А. Маршал / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. – 415 с.
113. Мендрул О. Г. Вартість підприємств: бази оцінки / О. Г. Мендрул // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2002. – №3. – С.44-48.
114. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств: монографія / О. Г. Мендрул – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
115. Мендрул О. Природа корпоративних конфліктів // Ринок цінних паперів України. – 2002. - №7-8. – С. 27-33.
116. Мендрул О. Роль фондового ринку у формуванні вартості підприємств // Ринок цінних паперів України. – 2002. - №5-6. – С. 27-31.
117. Механизм управления предприятием: стратегический аспект / В. С. Пономаренко, Е. Н. Ястремская, В. М. Луцковский [та ін.]. – Х.: Изд. ХГЭУ, 2002. – 251 с.
118. Механізм [Електронний ресурс] // Вікіпедія: [сайт]. – Режим доступу: <https://uk.wikipedia.org/wiki/BC>. Назва з екрана, 2017.

119. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М.: Дело, 2011. – 270 с.
120. Моделирование финансовых потоков предприятия в условиях неопределенности: монография / Научн.-исслед. центр индустриальных проблем развития / Т. С. Клебанова, Л. С. Гурьянова, Н. Богониколос [и др.] – Х.: ИД «ИНЖЕК», 2006. – 312 с.
121. Момот Т. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології / Т. Момот – Х.: Фактор, 2007. – 224 с.
122. Мордашов С. Рычаги управления стоимостью компании / .Мордашов [Електронний ресурс] // РЦБ. 2007. №13. – Режим доступу: <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=2028>.
123. Мороз О. В. Соціально-економічні аспекти ефективності корпоративного управління : монографія / О. В. Мороз, Н. П. Карачина. – Вінниця : Універсум-Вінниця, 2005. – 176 с.
124. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»[Електронний ресурс]: постанова КМУ від 10 вересня 2003 р. N 1440. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п>
125. Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [Електронний ресурс]: постанова Кабінету Міністрів України від 28.12.2006 р. № 3597. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1655-2006-%EF>.
126. Недосекин А. О. Применение теории нечётких множеств к задачам управления финансами / А. О. Недосекин // Аудит и финансовый анализ. – 2002. – № 2. – С. 15-17
127. Обробка та аналіз статистичних і експертних даних / Під заг. ред. завідувача кафедри підготовки офіцерів запасу Марченко В.Я. – Київ: вид НУОУ, 2011. – 118 с.
128. Ожегов С. И. Толковый словарь русского языка / С. И.Ожегов, Н. Ю. Шведова – М.: Азбуковник, 1999. – 944 с.

129. Олексіч Д. В. Методичні засади оцінки вартості банківського бізнесу: автореф. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] . 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» /Д. В. Олексіч / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2008. – 22 с.

130. Орлов А. И. Организационно-экономическое моделирование / А. И. Орлов. – М.: Изд-во МГТУ им. Н.Э. Баумана, Ч. 2 : Экспертные оценки, 2011. – 486 с.

131. Осипов Ю. М. Основы теории хозяйственного механизма / Ю. М. Осипов – М.: Изд-во МГУ, 1994. – 92 с.

132. Островська Г. Оцінювання вартості підприємства як основа ефективного управління / Г. Островська // Галицький економічний вісник. – 2011. – №1 (30). – С.107-115

133. Офіційна сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics> (дата звернення 21.12.2017)

134. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

135. Оценка имущества и имущественных прав в Украине: монография / Н. Лебедь, А. Мендрул, В. Ларцев [та ін.] / под ред. Н. Лебедь. – К.: ООО «Информационно-аналитическая фирма «Принт-Экспресс», 2002. – 688 с.

136. Оценка организации (предприятия, бизнеса) / А. Н. Асаул, В. Н. Старинский, М. К. Старовойтов, Р. А. Фалтинский; под ред. засл. деятеля науки, д-ра экон. наук, профессора А. Н. Асаула. – СПб.: АНО «ИПЭВ», 2014. – 476 с.

137. Оценка стоимости предприятий. / Г. Н. Ронова, П. Ю. Королев, А. Н. Осоргин [и др.]. – М.: Изд. центр ЕАОИ, 2008. – 157 с.

138. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров [и др.]. – М. : Интерреклама, 2003. – 544 с.

139. Оцінка бізнесу та нерухомості / За заг. ред. проф. В.Р. Кучеренко; уклад.: Я.П. Квач, Н.В. Сментина, В.О. Улибіна, А.В. Андрейченко. 2-ге видання. – Одеса: Асторопринт, 2013. – 235 с.

140. Паламарчук В.П. Оценка бизнеса / В. П. Паламарчук – М.: Издательский дом «Экономика и жизнь», 2004. –107 с.

141. Панков В. А. Управління вартістю наукоємкого машинобудівного підприємства : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : [спец.] 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / В. А. Панков – Донецьк, 2004. – 31 с.

142. Пилипенко А. А. Сбалансированная система показателей: альтернативные концепции их использования / А .А. Пилипенко, И. В. Ялдин // Бізнес Інформ. – 2007. – № 11. – С. 105-112.

143. Попов О. Є. Консолідація оцінок доданої вартості та збалансованої системи показників підприємства / О. Є. Попов, І. В. Сердюкова // Економіка підприємства та управління виробництвом. – № 1 (73). – 2015. – С. 66-70.

144. Попович Д. В. Формування та оцінка вартості акцій в системі їх інвестиційної привабливості: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Д. В. Попович / Львівська державна фінансова академія Міністерства фінансів України. – Львів, 2011. – 20 с.

145. Посібник з оцінки бізнесу в Україні / за ред. Я. І. Маркуса. – К. : Міленіум, 2002. – 320 с.

146. Про акціонерні товариства [Електронний ресурс]: Закон України від 17 вересня 2008 року. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/514-17>

147. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс]: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV зі змін. та доповн. від 18.02.2018. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

148. Про затвердження Методики оцінки вартості майна під час приватизації [Електронний ресурс]: постанова КМУ від 12 жовтня 2000 р. N 1554, із змінами, внесеними згідно з Постановами КМУ N 1891 (1891-2003) від 10.12.2003 – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1554-2000-п>

149. Про затвердження Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу [Електронний ресурс]: наказ Фонду державного майна № 105 від 23.01.2004 року зі змінами №577 від 23.03.2016 та змінами № 2202 від 08.12.2016 – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0135-04>

150. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні [Електронний ресурс]: Закон України від 12.07.2001 № 2658-14 із змінами, згідно із Законами N 848-VIII (848-19) від 26.11.2015, ВВР, 2016, N 3, ст.25 – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>

151. Проблема вибору і його ціна. Альтернативна вартість. [Електронний ресурс] // Економіки і фінансів (веб-сайт). – Режим доступу: <http://www.webcitation.org/6Hci6lBrB>

152. Планкетт Лорн. Выработка и принятие управленческих решений : опережающее управление / Планкетт Лорн, Хейл Гай / Пер с англ. – М. : Экономика, 1984. – 164 с.

153. Проноза П. В. Різні підходи до визначення ринкової вартості підприємства / П. В. Проноза , В. В. Кузнєцов // Економіка розвитку. – 2003. – № 1 (25). – С. 51-53.

154. Пронько Л. М. Вартість і капіталізація підприємств та методи їх оцінки / Л. М. Пронько // АгроІнКом. – 2011. – № 10-12 – С. 113-118.

155. Развитие интегрированной системы учета и отчетности: методология и практика: монография / Н. А. Каморджанова [и др.]; под общей ред. Н. А. Каморджановой. – М. : ООО «Перспект», 2015. – 192 с.

156. Редзюк Є. Ринок цінних паперів України : вироки антиреформ / Є. Редзюк [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://dt.ua/finances/rinok-cinnih-paperiv-ukrayini-viroki-antireform-bezsistemnist-i-haotichnist-reformistskih->

iniciativ-ne-tilki-strimuyut-rozvitok-rinku-cp-a-y-zagrozhuuyut-yogo-isnuvannyu-244423_.html

157. Реформування ринків фінансових послуг в умовах інтеграції до європейського фінансового простору : монографія / Наук. ред. канд. екон. наук Р. Пукала і докт. екон. наук, проф. Н. М. Внукова. – Х. : ТО Ексклюзив, 2016. – 166 с.

158. Річний звіт НКЦБФР за 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf

159. Річний звіт НКЦПФР за 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>

160. Річний звіт НКЦБФР за 2016 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ssmc.gov.ua/user_files/content/58/1499943860.pdf

161. Рогов М. А. Риск-менеджмент: монографія / М. А. Рогов. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 120 с.

162. Розвиток ринків фінансових послуг в умовах європейської інтеграції : монографія / Наук. ред. та кер. кол. авт. д-р екон. наук, проф. Н. М. Внукова. – Х.: ТО Ексклюзив, 2014. – 218 с.

163. Розвиток системи управління ризиками ринку фінансових послуг: монографія / Наук. ред. та кер. кол. авт. докт. екон. наук, проф. Н. М. Внукова. – Х.: Ексклюзив, 2014. – 191 с.

164. Рубан О. І. Фінансовий механізм функціонування акціонерного капіталу в Україні: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / О. І. Рубан / Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – Київ, 2010. – 20 с.

165. Рудницький С. В. Категорія «Механізм» та гнесеологічна можливості для опису явищ і процесів суспільно-політичного життя / С. В. Рудницький // Держава і право. Юридичні і політичні науки. –2011. – Вип. 53. – С. 679-685.

166. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса: 2-е издание / В. М. Рутгайзер. – Маросейка, 2008. – 432 с.
167. Рэдхэд К. Управление финансовыми рисками / Рэдхэд К., Хьюс С. / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 287 с.
168. Сердюков К. Г. Розвиток системного підходу до побудови механізму оцінки вартості акціонерного товариства / К. Г. Сердюков, Н. М.Алейнікова // Проблеми системного підходу в економіці – 2017. – Вип. 4 (60). – С. 162–167.
169. Сердюков К. Г. Этапы перехода к бездокументарному рынку ценных бумаг и их особенности / К. Г. Сердюков, И. В. Сердюкова // Бизнес Информ. – 2011. – №3. – С. 110–113
170. Сердюкова І. В. Методичний підхід до оцінки вартості нематеріальних активів машинобудівного підприємства / І. В. Сердюкова // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка».– 2014. – Том 18. – № 2. – С. 228-233.
171. Сердюкова І. В. Стратегічні аспекти інтегрального оцінювання вартості підприємства: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)» / І. В. Сердюкова / Харківський національний економічний ун-т ім. Семена Кузнеця. – Харків, 2016. – 20 с.
172. Сердюков К. Г. Науково-методичний підхід до оцінки ключових факторів вартості та ризику акціонерних товариств / К. Г. Сердюков, Н. М. Алейнікова // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство». – 2017. – Вип. 15. – Ч.1 – С. 6–11
173. Симонова Н. В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Н. В.Симонова, Р. Ю. Симонов – Ростов-на-Дону : Март, 2004. – 464 с.

174. Синогейкина Е. Г. Классификация пакетов акций и анализ их влияния на стоимость / Е. Г. Синогейкина // Вопросы оценки. – №4.– 2002. – С. 48
175. Смит. А. Исследование о природе и причине богатства народов / А. Смит. – М: Соцэкгиз, 1962. – 684 с.
176. Словник іншомовних слів / за заг. ред. О. С. Мельничука. – К., 1974. – 776 с.
177. Соколицын А.С. Разработка и применение опционного подхода для оценки стоимости фирмы и экономической выгоды от слияния фирм / А .С. Соколицын, Е. Г. Шевцов // Metallurg.– № 4 – 2008. – С. 21-26.
178. Старюк П. Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления / П. Ю. Старюк [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cfin.ru>
179. Стратегический менеджмент: / Под ред. А.Н. Петров. 2-е изд. – СПб.; М.; Нижний Новгород; Воронеж, 2008. – 495с.
180. Стратегія сталого розвитку «Україна 2020» [Електронний ресурс]: Указ Президента України від 12.01.2015 р. № 5/2015. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5/2015>
181. Структурні трансформації в економіці України [Електронний ресурс]: динаміка, суперечності та вплив на економічний розвиток. – Режим доступу: <http://ief.org.ua/docs/sr/288.pdf> (дата звернення 25.01.2018).
182. Ступень О. Комплексна економічна оцінка земельно-господарських систем / О.Ступень // Економіст. – 2014. – № 5. – С. 57-59.
183. Тарасова О. В. Оцінка вартості публічних акціонерних товариств на ринку злиття-поглинання в Україні: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : [спец.] 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / О. В. Тарасова / Одеський національний економічний університет. – Одеса, 2014. – 20 с.

184. Теория экономических механизмов (нобелевская премия по экономике 2007 г. часть №1) [Электронный ресурс] / С. Б. Измалков, К. И. Сонин, М. М. Юдкевич. – Режим доступа: <http://institutiones.com/theories/259--2007-1.html>

185. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів / О. О.Терещенко [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://ukrdoc.com.ua/text/62217/index-2.html>

186. Тлумачний словник економіста [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://subject.com.ua/economic/dict1/81.html>. Назва з екрану.

187. Тарасевич В. М. Ценовая политика предприятия. 2-3 изд. / В. М. Тарасевич – СПб.: Питер, 2003. – 288 с.

188. Управление инвестициями: в 2-х т. / В. В. Шерemet, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро [и др.]. – М. : Высшая школа, 1998. – 416 с.

189. Управління вартістю компанії при реалізації інноваційно-алокційного проекту / В. О. Воронін, А.В. Костик, Е.В. Лянце, Л.І. Павлиш / Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Логістика. – 2009. – № 649. – С. 161-168.

190. Управління розвитком ринків фінансових послуг: монографія / наук. ред. та кер. кол. авт. д-р екон. наук, проф. Н. М. Внукова. – Х: АдВА, 2009. – 196 с.

191. Український бізнес ресурс [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://ubr.ua/business-practice/personal-property/vosem-sposobovobmana-pokupatele-i-kvartir-v-novostroikah-67161>.

192. Управління фінансами акціонерних товариств / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України» ; [С. В. Леонов, Н. Г. Пігуль, І. М. Боярко та ін.]. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – 305 с.

193. Федорук О. В. Інтегральна оцінка фінансового стану підприємств на основі застосування моделі когнітивної діагностики імовірності

банкротства / О. В. Федорук // Економіка розвитку (Economics of Development). – № 1(65). – 2013. – С. 118-122.

194. Фомин П. А. Оценка эффективности использования финансов предприятия в условиях рыночной экономики / П. А. Фомин, В. В. Хохлов – М.: «Высшая школа», 2007. – 284 с.

195. Форинфушер [Электронный ресурс]: Названы крупнейшие M&A-сделки в Украине в 2016 году. – Режим доступа: <http://forinsurer.com/news/17/03/13/35013>

196. Хазанова В. Управление стоимостью бизнеса. Этапы большого пути / В. Хазанова // Директор. – № 6 (118). – 23 февраля 2004. – С.12-17.

197. Хелферт Э. Техника финансового анализа: 10е изд. / Э.Хелферт – Спб.: Питер, 2003. – 640 с.

198. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 №435-IV [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/435-15>

199. Чаленко А. О неопределенности термина «механизм» в экономических исследованиях / А. Чаленко [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.kapital-rus.ru/articles/article/176697>

200. Чиркова Е. В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг /Е. В. Чиркова. – М.: Альпина Бизнес-Букс, 2005. – 190 с.

201. Чукіна І. В. Організаційно-економічний механізм у системі управління виробничо-господарською діяльністю аграрних підприємств / І. В. Чукіна [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://econa.org.ua/index.php/econa/article/viewFile 358>

202. 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.

203. Шерман Є. М. Організаційно-економічний механізм розвитку підприємств харчової промисловості: дис. на здобуття ступеня к.е.н.: [спец.] 08.00.04 «Економіка та управління (за видами діяльності)» / Є. М. Шерман – Херсон, 2015. – 247 с.

204. Шинкаренко О. М. Оцінка ризиків інвестиційних проектів / О. М. Шинкаренко // Проблеми науки.– 2008. – №9. – С. 7-12.

205. Шпортько А. Ю. Дослідження методів визначення синергетичного ефекту кластерних структур / А. Ю. Шпортько, М. К. Вишневська // Економіка і суспільство. Мукачівський державний університет. – Випуск № 9. – 2017. – С. 716-721

206. Щербаков В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова – М. : Омега-Л, 2006. – 288 с.

207. Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости / О.Н. Щербакова // ФМ. – 2005. – № 3. – С. 46-54.

208. 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.

209. Юзьков Л. П. Государственное управление в политической системе развитого социализма / Л. П. Юзьков – К.: КЮП, 1983. – 155 с.

210. Яремко І. Й. Оцінка ринкової вартості підприємств: порівняльний підхід / І. Й. Яремко // Науковий вісник НЛТУ України. Зб. наук.-техн. пр. – 2005.– С. 311–315

211. Abrams Jay B. Quantitative Business Valuation: A Mathematical Approach for Today's Professionals / Jay B. Abrams. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2010. – 642 p.

212. Aleinikova N. Improvement of the procedure for integral assessment of the financial and corporate state of share-based societies. // Technology audit and production reserves. – № 2/4(40). – 2018. – P. 38-43.

213. Blac F. The Pricing of Options and Corporate Liabilitie / F. Blac, V. Scholes // Journ. of Politic. Economi. –1973. May. – P. 637-654.

214. Damodaran A. The Promice and Peril of Real Options / A. Damodaran // Working Paper Stern School of Business. – 2000. – 75 p.

215. Evans M. H. Creating Value through Financial Management / M. H. Evans // Excelence in Financial Management. – Course 8. – 1999. – Desember. – 27 p.

216. James M. Buchanan. Opportunity cost. The New Palgrave Dictionary of Economics Online / James M. Buchanan, 2008. – Режим доступу: http://www.dictionaryofeconomics.com/search_results?q=opportunity+cost&edition=current&button_search=GO.

217. Koller T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 2005. – 739 p.

218. Porter Michael E. Competitive Advantage : Creating and Sustaining Superior Performance. – New York: The Free Press. –1985.

219. Pratt Shannon P. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies / Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita. – New York : McGraw-Hill Companies, Inc, 2008. – 1108 p.

Додатки

Додаток А

УЗАГАЛЬНЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ СУЧАСНИХ НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ З ОКРЕМИХ АСПЕКТІВ
МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Таблиця А. 1

Огляд наукових робіт, присвячених проблемам механізму оцінки вартості акціонерних товариств

Автори та назви дисертацій	Аспекти наукової проблеми, що знайшли відображення в авторефераті дисертаційної роботи						
	понятійний апарат дослідження	підходи до оцінки вартостей	система показників, яка дозволяє провести аналіз для обґрунтування цілі	науково-методичний підхід до оцінки вартості публічної компанії	модель ринкової вартості	чинники, які сприяють розвитку і ефективному управлінню	механізм ефективного управління діяльності акціонерного товариства
Біломістний О.М. Механізм кредитування малого бізнесу	+	-	+	-	-	+	-
Бондаренко Є. П. Механізм регулювання ринку фінансових послуг України	+	+	-	+	-	-	+
Вакульчик О.М. Механізм оцінки результативності діяльності підприємств з корпоративним управлінням	+	+	+	-	-	+	+
Давиденко Д. О. Формування механізму фінансових послуг для здійснення операцій з житловою нерухомістю	+	-	+	-	-	-	-
Дубовик А. О. Інструменти оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів	+	+	+	+	-	-	-
Іонін Є. Є. Оцінка майнового стану підприємств	+	+	+	+	-	-	+
Кудина М. В. Формирование стоимости компаний: теоретические и методологические аспекты	+	-	-	-	-	+	-

Продовження додатку А
Продовження таблиці А.1

Автори та назви дисертацій	Аспекти наукової проблеми, що знайшли відображення в авторефераті дисертаційної роботи						
	понятійний апарат дослідження	підходи до оцінки вартостей	система показників, яка дозволяє провести аналіз для обґрунтування цілі	науково-методичний підхід до оцінки вартості публічної компанії	модель ринкової вартості	чинники, які сприяють розвитку і ефективному управлінню	механізм ефективного управління діяльності акціонерного товариства
Кутузова М. М. Фондовий ринок України в умовах нестабільного фінансового середовища	-	+	+	+	-	-	-
Момот Т. В. Вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління акціонерними товариствами: теорія, методологія і практика	+	+	+	-	+	-	+
Олексіч Д. В. Методичні засади оцінки вартості банківського бізнесу	+	+	-	-	-	+	-
Попович Д. В. Формування та оцінка вартості акцій в системі їх інвестиційної привабливості	+	+	+	-	-	+	-
Панков В. А. Управління вартістю наукоємного машинобудівного підприємства	+	-	+	-	-	+	-
Рубан О. І. Фінансовий механізм функціонування акціонерного капіталу в Україні	+	-	-	-	-	-	+
Сердюкова І. В. Стратегічні аспекти інтегрального оцінювання вартості підприємства	+	+	+				+
Тарасова О. В. Оцінка вартості публічних акціонерних товариств на ринку злиття-поглинання в Україні	+	+	+	+		-	-
Шерман Є. М. Організаційно-економічний механізм розвитку підприємств харчової промисловості	+	-	-	-	-	-	+

Додаток Б

ВИЗНАЧЕННЯ СУТНОСТІ ПОНЯТТЯ «ВАРТІСТЬ» ТА «ОЦІНКА ВАРТОСТІ» У РОБОТАХ УКРАЇНСЬКИХ ТА ЗАРУБІЖНИХ НАУКОВЦІВ

Таблиця Б.1

Визначення сутності поняття «вартість» у роботах українських та зарубіжних науковців

Автор, законодавчий акт	Трактування	Джерело
Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», від 10 вересня 2003 р. № 1440	Вартість – еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей.	[124]
Постанова КМУ «Методики оцінки вартості майна під час приватизації» від 12.10.2000р. № 1554	Вартість діючого (цілісного майнового комплексу) – 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	[148]
Т. В. Момот	Вартість акціонерного товариства пропонується визначати як найбільш вірогідну ціну, в грошовому еквіваленті, що формується завдяки його функціонуванню як діючого та єдиного цілого і за яку акції товариства могли бути продані на відкритому конкурентному ринку за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу	[121]
С. В. Мочерний	Вартість – економічна категорія, яка виражає уречевлену в товарах та послугах суспільно необхідну працю й економічні відносини між суб'єктами господарської діяльності, що пов'язані суспільним поділом праці й обміном товарами та послугами.	[65]
А. Маршалл	Вартість визначається рівновагою між попитом і пропозицією	[112]
О. Г. Мендрул	Вартість бізнесу - це вартість діючого підприємства або вартість 100% корпоративних прав у діловому підприємстві.	[114]
В. М. Тарасевич	Вартість як грошове вираження цінності продукту, послуг, факторів виробництва в процесі обміну	[187]
Г. С. Вечканов Г. Р. Вечканова	Вартість як економічну категорію товарного виробництва, яка є уречевленою в товарі суспільною працею	[40]

Визначення сутності понять «оцінка» та «оцінка вартості»

Автор / нормативний документ	Трактування	Джерело
Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» № 2658-14	Оцінка майна, майнових прав – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами, і є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності.	[150]
Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», від 10 вересня 2003 р. № 1440	База оцінки – комплекс методичних підходів, методів та оціночних процедур, що відповідають певному виду вартості майна; Метод оцінки – спосіб визначення вартості об'єкта оцінки, послідовність оціночних процедур якого дає змогу реалізувати певний методичний підхід; Оціночні процедури – дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінку	[124]
І. О. Бланк	Оцінка вартості підприємства як сукупність впорядкованих дій оцінювача, що включає збір та аналіз вихідних даних, можливостей застосування всієї сукупності підходів і методів оцінки для конкретного об'єкта, серію розрахунків та експертиз результатів для отримання висновку про вартість підприємства	[23]
Т. Г. Касьяненко	Оцінка – це неупереджена думка оцінювача про конкретний вид вартості, засноване на детальному вивченні оцінюваного об'єкта, проведенні відповідного дослідження об'єкта із застосуванням загальноприйнятих процедур, заснованих на загальноприйнятих принципах оцінки	[82]
В. П. Корягін	Оцінка в системі формування вартості підприємства дозволяє формувати обліково-аналітичну інформацію про фактори генерування та руйнування вартості на всіх етапах облікового процесу, починаючи з оформлення первинних документів і завершаючи підготовкою фінансової звітності	[92]
В. П. Паламарчук	Будь-яка оцінка – це зважування цінності (value) та альтернативної вартості (opportunity cost) майбутньої дії для особи, яка приймає рішення	[140]
В. А. Щербаков, Н.А. Щербакова	Оцінка підприємства – визначення в грошовому вираженні вартості підприємства, яка враховує його корисність і витрати, пов'язані з отриманням цієї корисності	[206]
П. А. Фомин, В. В. Хохлов	Під оцінкою необхідно розуміти визначення не тільки вартості об'єкта, але й ціни	[194]

Додаток В
УЗАГАЛЬНЕНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПРИНЦИПІВ ОЦІНКИ
ВАРТОСТІ

Таблиця В.1

Узагальнена характеристика принципів оцінки вартості

Назва принципу	Характеристика принципу	Нормативно-правовий акт / автор							
		Національний стандарт № 1 [124]	Есипов В.В., Маховикова Г. А., Терехова В. В. [69]	А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. [53]	Я. І. Маркус [145]	Щербаков В.А. Шенбакова Н.А. [206]	В.Р. Кучеренко [139]	В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шаширо [188]	Дубовик А.О. [63]
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Принципи, засновані на уявленнях власника (користувача) про майно									
Корисності	Можливість бізнесу приносити дохід власнику	+	+	+	+	+	+	+	
Заміщення	Максимальна вартість бізнесу визначається найменшою ціною, за яку може бути придбаний інший об'єкт з еквівалентною корисністю	+	+	+	+	+		+	
Очікування (передбачення)	Вартість бізнесу визначається розміром економічних вигід, які очікуються від володіння, користування, розпорядження ним	+	+	+	+	+		+	
Внеску	Залучення будь-якого додаткового активу в систему бізнесу економічно доцільно, якщо отриманий приріст його вартості більше витрат на придбання цього активу	+	+	+	+	+		+	
Принципи, пов'язаних з експлуатацією майна									
Граничної продуктивності або (віддачі, що збільшується чи зменшується)	При збільшенні факторів виробництва чиста віддача має тенденцію збільшуватись із більш високими темпами, ніж витрати, однак після досягнення визначеного рівня темпи зростання уповільнюються	+	+	+	+	+		+	
Оптимального розміру (масштабу)	Будь-який фактор виробництва повинен мати оптимальний розмір		+	+	+	+		+	

Продовження додатку В

Продовження таблиці В.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Збалансованості (пропорційності)	Будь-якому виду виробництва відповідає оптимальне сполучення факторів виробництва, при яких досягається максимальна вартість підприємства		+	+	+	+		+	
Економічного розподілу та поєднання майнових прав власності	Майнові права необхідно розділяти й поєднувати таким чином, щоб збільшувалась загальна вартість бізнесу		+	+	+	+		+	
Залишкової продуктивності	Підприємство буде мати вищу вартість, якщо земельна ділянка здатна забезпечувати вищий дохід або якщо його місце розташування дозволяє мінімізувати витрати		+	+	+	+		+	
Принципи, пов'язані з ринковим середовищем									
Відповідності	Підприємство, яке не відповідає вимогам ринку за оснащеністю виробництва, технологією, рівнем доходності та ін., матиме меншу вартість		+	+	+	+	+	+	
Конкуренції	Вартість бізнесу залежить від рівня конкурентної боротьби на ринку		+	+	+	+		+	
Залежності від зовнішнього середовища (зовнішніх змін, залежності)	Вартість бізнесу залежить від стану зовнішнього середовища, рівня політичної та економічної стабільності в державі та ін.; залежить від багатьох факторів і само підприємство впливає на вартість об'єктів, що оточують його		+	+	+	+		+	+
Попиту і пропонування	Вартість бізнесу встановлюється в залежності від співвідношення попиту та пропонування на ринку.	+	+	+	+	+	+	+	+
Мінливості, зміни вартості, принцип зміни	Вартість бізнесу змінюється з часом і залежить від змін, що відбуваються на ринку (зовнішні фактори) або що пов'язані із змінами стану самого бізнесу (внутрішні фактори)			+		+			
Регресії	Для підприємства, що характеризується надлишковими поліпшеннями відповідно до діючих ринкових умов, ринкова вартість буде нижчою реальних витрат			+		+			

Додаток Д
УЗАГАЛЬНЕНА КЛАСИФІКАЦІЯ ФАКТОРІВ ВАРТОСТІ
ПІДПРИЄМСТВА

Таблиця Д.1

Класифікація факторів вартості підприємства з точки зору вчених-науковців

Автори	Фактори, які впливають на ринкову вартість підприємства	Джерело
В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова	1. Фактори попиту. 2. Рівень контролю. 3. Ліквідність власності. 4. Кваліфікації управлінського персоналу. 5. Наявність наукової бази, масштаби і якість активів в тому числі і прогресивність і зношеність машин і обладнання. 6. Перспективи підприємства (чи буде воно в майбутньому приносити дохід, чи буде закритим в силу своєї неефективності). 7. Ринкова кон'юнктура	[70, с. 40-45]
Н.Е. Сімонова, Р.Ю. Сімонов	1. Фактори макроекономічні (демографічні (об'єктивні характеристики індивідів-споживачів продукції, освіта, стать, сімейний стан); економічні (тенденції зміни цін, доходів, інвестицій, збережень, доступність кредитних ресурсів, рівень безробіття); політико-правові (політичні тенденції, правове середовище бізнеса, антимонопольні закони, податкову політику); екологічні (доступність для виробництва природних ресурсів, екологічні перешкоди для бізнесу, екологічні вимоги до продукції підприємства); науково-технічні; соціально-культурні (зміни відношення споживача до товару). 2. Фактори мікроекономічні (споживачі (уподобання, мотиви покупок); конкуренція (сила конкуренції, тенденції); ринки (ємність, попит, головні сегменти); канали збуту (основні канали, перспективи розвитку); постачальники (основні постачальники, перспективи розвитку); інфраструктура (транспорт, склади, банки, реклама).	[173, с. 32-34]
Г.Н. Ронова, П.Ю. Корольов, А.Н. Осоргін	1. Попит і пропозиція. 2. Тип бізнесу. 3. Ризик. 4. Наявність активів. 5. Особисті цілі. 6. Мотивація	[137, с.11-12]
В. Хазанова	1. Загальні фактори - в першу чергу рентабельність інвестованого капіталу; 2. Показники операційного прибутку і обсягу інвестованого капіталу; 3. Фактори, якими визначаються прибуток компанії (дохід і витрати), напрямки інвестування капіталу (різні види активів); 4. Рівень специфічних (клієнтська база, ефективність використання ресурсів і т.п.) і оперативних факторів (ціни на окремі види ресурсів, платіжна політика, наявність постачальників, дефіцит ресурсів, вартість ремонту основних засобів тощо).	[196, с. 12-17]

Продовження додатку Д
Продовження таблиці Д.1

Автори	Фактори, які впливають на ринкову вартість підприємства	Джерело
Т. Г. Касьяненко	1. Фактор часу. 2. Фактор ризику, який відображає мікро- і макроекономічну ситуацію, де перебуває об'єкт оцінювання. 3. Ринкова кон'юнктура (у тому числі співвідношення попиту і пропозиції, а також рівень і модель конкуренції). 4. Економічні особливості оцінюваного об'єкта. 5. Ринкове реноме об'єкта оцінювання. Регіональні фактори: (соціально-економічні, оцінка трудових ресурсів, інфраструктурні показники). Галузеві фактори (ринки збуту, умови конкуренції).	[82, с. 56]
В. П. Паламарчук	1. Фактори цінності підприємства (здатність створювати додану цінність для споживачів; здатність покривати за рахунок винагороди від споживачів альтернативну вартість усіх використовуваних ресурсів (сукупні витрати), тобто отримувати економічний прибуток). 2. Фактори цінності для конкретного власника (ступінь контролю; рівень ліквідності частки в капіталі).	[140, с. 10-12]
А. Г. Грязнова, М. А. Федотова	1. Попит. 2. Дохід (прибуток). 3. Час. 4. Ризик. 5. Контроль. 6. Ліквідність. 7. Обмеження. 8. Співвідношення попиту і пропозиції.	[53, с. 284-287]
В.Р. Кучеренко; Я.П. Квач, Н.В. Сментина, та інші	1. Економічні фактори. 2. Фізичні фактори. 3. Соціальні фактори. 4. Демографічні фактори. 5. Фактори державного регулювання (або адміністративні фактори) 6. Екологічні фактори. 7. Фактор часу. 8. Фактор ризику	[139, с. 24-26]

Додаток Е

Таблиця Е. 1

**Вихідні дані показників акціонерних товариств за 2016 рік
для проведення кластерного аналізу**

№ п/п	Назва АТ	Прибуток (збиток), тис. грн.	Чистий рух коштів від операційної діяльності, тис. грн.	Чисті активи, тис. грн.
1	ПАТ «Укргідропроект»	35	-2877	10989
2	ПАТ «Трест «Південзахіденергобуд»	-61	21	6203
3	ПАТ «ХМЗ «Світло Шахтаря»	-37254	-18742	801773
4	ПАТ «Український науково-дослідний інститут вогнетривів ім. А.С. Бережного»	320	1130	5277
5	ПАТ «Харківське дослідно-конструкторське бюро автоматики «Хімавтоматика»	161	-156	1793
6	ПАТ «ХЕЗ «Укрелекторомаш»	-1977	-4408	-5700
7	ПАТ «Електромашина»	6144	11513	25312
8	ПАТ «НДПКІ засобів технологічного устаткування «ВЕЛТ»	20	27	3485
9	ПАТ «УНДКІ хімічного устаткування»	-34	456	8068
10	ПАТ «Харківський верстатобудівний завод»	-5044	-479	3944
11	ПАТ «Роганська картонна фабрика»	999	2589	16962
12	ПАТ «Харківський канатний завод»	480	96	-17386
13	ПАТ «Вовчанська взуттєва фабрика»	11	-61	3364
14	ПАТ «Швейна фабрика ім. Тіняков»	805	-1121	-313
15	ПАТ «Каравай»	-404	0	-10050
16	ПАТ «САД»	-366	-1074	2626
17	ПАТ «Ізюмське»	-134	4	-393
18	ПАТ «Харківський птахокомбінат»	-10	10	3124
19	ПАТ «Нововодолазький молокозавод»	-438	0	-5162
20	ПАТ «Хімфармзавод «Червона зірка»	0	0	37045
21	ПАТ «СТОМА»	21682	6459	95412
22	ПАТ «Харківський завод «Точмедприлад»	309	1060	107462
23	ПАТ «Агрофірма «Росія»	-125	-18	2985
24	ПАТ «Племенний завод ім. 20-річчя Жовтня»	1522	3649	25110
25	ПАТ «Пересічанське ремонтно-транспортне підприємство»	97	141	1104
26	ПАТ «Харківський ремонтно-механічний завод»	35	1	976
27	ПАТ «Завод залізобетонних конструкцій-15»	2988	1612	7684
28	ПАТ «Промбуд-2»	-550	-640	29260
29	ПАТ «Харківське автотранспортне підприємство № 16363»	2129	7107	21850
30	ПАТ ТП «Трест «Південтранстехмонтаж»	0	0	191
31	ПАТ «Харківський підшипниковий завод»	-252200	46901	-833563
32	ПАТ «Харківський завод сантехвиробів»	869	-1543	1272
33	ПАТ «Важпромелектропроект»	-1244	253	4795
34	ПАТ «Південелектромонтаж»	31	-63	374
35	ПАТ «ГОНГ»	1995	257	5631

Продовження додатку Е

Продовження таблиці Е.1

№ п/п	Назва АТ	Прибуток (збиток), тис. грн.	Чистий рух коштів від операційної діяльності, тис. грн.	Чисті активи, тис. грн.
36	ПАТ «Фармстандарт-Біолік»	48354	42624	47729
37	ПАТ «Красноградське автотранспортне підприємство 16345»	0	0	328
38	ПАТ «Харківське підприємство автобусних станцій»	12935	12265	82846
39	ПАТ «Харківгаз»	47796	26391	-249609
40	ПАТ «Харківміськгаз»	22070	-24333	25397
41	ПАТ «Госпрозрахункова база матеріально-технічного постачання»	988	82	606
42	ПАТ «КАТП-2006»	-102	0	-191
43	ПАТ «Завод «Надія»	-665	41	13723
44	ПАТ «Спеціалізоване конструкторсько-технологічне бюро по турбокомпресорах»	0	0	0
45	ПАТ «Готель «Мир»	569	196	4206
46	ПАТ «ПАРК-АВТО»	-420	0	66042
47	ПАТ «Завод «Електромаш»	0	0	-48372
48	ПАТ «Шляхове ремонтно-будівельне управління №33»	-4082	216	21741
49	ПАТ «Інноваційні хіміко-фармацевтичні технології»	-69	-183	613
50	ПАТ «Харківська ТЕЦ -5»	-595873	0	352411
51	ПАТ «Великобурлуцький сироробний завод»	-71915	-1324	-428684
52	ПАТ «Гусарівський гірничо-збагачувальний комбінат формувальних матеріалів»	-91	-879	5642
53	ПАТ «ХТЗ ім. С. Орджонікідзе»	-667357	0	-446358
54	ПАТ «Турбоатом»	1065328	230262	3374477
55	ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій»	1900	35	-2809
56	ПАТ «Завод Промзв'язок»	3225	596	49519
57	ПАТ «Регіон-Банк»	941	57020	333151
58	ПАТ «Мегабанк»	-87397	365600	745278
59	ПАТ «Страхове товариство «Надія»	-62	-65	23739
60	ПАТ «Укрсиббанк»	-993968	-2259767	1803127
61	ПАТ «Східно-Український банк «ГРАНТ»	33484,3	-157536	226545
62	ПАТ «Харківський науково-дослідний та проектно-конструкторський інститут «Енергопроект»	4054	4988	97691
63	ПАТ «Побуттех»	61	16	1730
64	ПАТ «Компанія «МЕТАЛІСТ»	-1641	-975	1356
65	ПАТ «АТ Науково-дослідний інститут радіотехнічних вимірювань»	0	-598	12482

Продовження додатку Е

Продовження таблиці Е.1

№ п/п	Назва АТ	Прибуток (збиток), тис. грн.	Чистий рух коштів від операційної діяльності, тис. грн.	Чисті активи, тис. грн.
66	ПАТ «Харківський завод «Електрообутприлад»	-45	0	-995
67	ПАТ «Коннектор»	-4682	-1110	79758
68	ПАТ «Хартрон»	6987	12821	185000
69	ПАТ «Імтокс»	-165	34	-1127
70	ПАТ «Зв'язок»	-231	8	19573
71	ПАТ «Завод ЗБК-13»	412	757	2014
72	ПАТ «Комаровський молочний завод»	4	0	19
73	ПАТ «Страхова компанія «Мега-Гарант»	806	4108	208383
74	ПАТ «Мосьпанівське»	64535	48924	204728
75	ПАТ «Агрофірма «8 березня»	1971	5376	15692
76	ПАТ «МКТ»	0	-3	73

Таблиця Е. 2

Стандартизація даних публічних акціонерних товариств Харківського регіону

№ з/п	Прибуток (збиток) (П(З))	Чистий рух коштів від операційної діяльності (ЧП)	Чисті активи (ЧА)
1	0,0905957667	0,06751556	-0,176824481
2	0,090114774	0,0784201842	-0,18694713
3	-0,0962348124	0,00781857512	1,49572649
4	0,0920237137	0,0825931407	-0,18890567
5	0,0912270695	0,0777541667	-0,196274519
6	0,080514962	0,0617546975	-0,21212262
7	0,121203935	0,1216624	-0,146530561
8	0,0905206116	0,078442761	-0,192695847
9	0,0902500532	0,0800570066	-0,183002554
10	0,0651482483	0,076538779	-0,191725038
11	0,0954257347	0,0880830809	-0,164191263
12	0,0928253681	0,0787023949	-0,236839142
13	0,0904755185	0,0781116337	-0,192951769
14	0,0944537287	0,0741230548	-0,200728823
15	0,0883962273	0,0783411651	-0,221323105
16	0,0885866202	0,0742999069	-0,194512679
17	0,0897490192	0,0783562164	-0,200898027
18	0,0903703014	0,0783787932	-0,193459382
19	0,0882258757	0,0783411651	-0,210984721

Продовження додатку Е
Продовження таблиці Е.2

№ з/п	Прибуток (збиток) (П(З))	Чистий рух коштів від операційної діяльності (ЧГП)	Чисті активи (ЧА)
20	0,0904204048	0,0783411651	-0,121714631
21	0,199054603	0,102645157	0,00173473401
22	0,0919685999	0,082329744	0,0272211363
23	0,0897941122	0,0782734346	-0,193753375
24	0,0980461427	0,0920716598	-0,146957802
25	0,0909064078	0,0788717214	-0,197731791
26	0,0905957667	0,078344928	-0,198002518
27	0,105391302	0,0844068153	-0,183814735
28	0,0876647176	0,0759329666	-0,138180327
29	0,101087419	0,105083458	-0,153852878
30	0,0904204048	0,0783411651	-0,199662836
31	0,0999400513	0,0784728635	-0,206007998
32	0,0947743905	0,0725351489	-0,197376462
33	0,0841875414	0,0792931561	-0,189925127
34	0,0905757253	0,0781041081	-0,199275781
35	0,100416034	0,0793082074	-0,188156941
36	0,332690399	0,23872719	-0,0991173923
37	0,0904204048	0,0783411651	-0,199373073
38	0,155229156	0,124492033	-0,0248430363
39	0,329894629	0,177645491	-0,728003359
40	0,200998615	-0,0132192971	-0,146350781
41	0,095370621	0,0786497156	-0,198785088
42	0,08990935	0,0783411651	-0,200470786
43	0,0870885285	0,0784954404	-0,171041923
44	0,0904204048	0,0783411651	-0,200066811
45	0,0932712884	0,079078676	-0,191170893
46	0,0883160618	0,0783411651	-0,0603844059
47	0,0904204048	0,0783411651	-0,30237621
48	0,0699681957	0,0791539322	-0,154083419
49	0,0900746913	0,0776525709	-0,198770283
50	-2,89510609	0,0783411651	0,545301532
51	-0,269898217	0,0733592044	-1,10675668
52	0,0899644638	0,0750336549	-0,188133676
53	-3,25326526	0,0783411651	-1,14413814
54	5,4280762	0,944773383	6,93713472
55	-1,17318742	0,254820729	-1,96309768
56	0,106578752	0,0805838001	-0,0953314454
57	0,095135135	0,292896607	0,504565589
58	-0,347468305	1,4540246	1,3762365
59	-4,88969751	-8,4247333	3,61364441

Продовження додатку Е
Продовження таблиці Е.2

№ з/п	Прибуток (збиток) (П(З))	Чистий рух коштів від операційної діяльності (ЧГП)	Чисті активи (ЧА)
60	0,0901097637	0,0780965825	-0,149857541
61	0,258188142	-0,514436913	0,279088128
62	0,110732324	0,0971100628	0,00655494238
63	0,0907260355	0,0784013701	-0,196407767
64	0,0821984363	0,0746724251	-0,197198798
65	0,0904204048	0,0760910046	-0,173666705
66	0,0901949394	0,0783411651	-0,20217129
67	0,0669619915	0,0741644457	-0,0313743234
68	0,125427652	0,126584156	0,191218204
69	0,0895936986	0,0784691007	-0,202450477
70	0,0892630162	0,0783712676	-0,158668857
71	0,092484665	0,0811896125	-0,195807092
72	0,0904404461	0,0783411651	-0,200026625
73	0,094458739	0,0937987897	0,240674515
74	0,413762715	0,262432895	0,232943992
75	0,100295785	0,0985700331	-0,166877382
76	0,0904204048	0,0783298767	-0,199912412

перемен.	Средн. класт. (Таблица данных2)		
	Кластер Но. 1	Кластер Но. 2	Кластер Но. 3
П(З)	-4,88970	0,169601	-2,44052
ЧГП	-8,42473	0,111295	0,13717
ЧА	3,61364	-0,014607	-0,85398

Кластер Номер	Евклидовы расст. между кластерами Расстояния под диагональю Квадраты расстояний над диагональ		
	Но. 1	Но. 2	Но. 3
Но. 1	0,000000	37,20816	33,08809
Но. 2	6,099849	0,000000	2,50598
Но. 3	5,752225	1,58303	0,000000

Элементы кластера номер 1 (Таблицы и расстояния до центра кластера. Кластер содержит 1 набл.	
Наблюд.	объедин.
С 59	0,00

Элементы кластера номер 2 (Таблицы и расстояния до центра кластера. Кластер содержит 72 набл.	
Наблюд.	объедин.
С 1	0,107196
С 2	0,111205
С 3	0,887409
С 4	0,111388
С 5	0,115860
С 6	0,128326
С 7	0,081350
С 8	0,114089
С 9	0,108979

Элементы кластера номер 3 (Таблицы и расстояния до центра кластера. Кластер содержит 3 набл.	
Наблюд.	объедин.
С 50	0,850116
С 53	0,499403
С 55	0,974700

Рис. Е.1. Результаты кластерного анализа

Додаток Ж

ПОКАЗНИКИ-ІНДИКАТОРИ КОМПОНЕНТ ФІНАНСОВО-
КОРПОРАТИВНОГО СТАНУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Таблиця Ж. 1

Формалізоване вираження показників-індикаторів фінансово-
корпоративного стану акціонерного товариства

Найменування показників	аббрев.	Формула	Пояснення
Показники оцінки майнового стану			
Коефіцієнт реальної вартості основних засобів	К _{рв}	$K_{рв} = \frac{З_в}{P_в}$	З _в - залишкова вартість основних засобів на кінець періоду; P _в - середньорічна вартість активів
Коефіцієнт зносу основних засобів	К _{зн}	$K_{зн} = \frac{C_з}{\Pi_в}$	C _з - середньорічна вартість зносу основних засобів; Π _в - первісна середньорічна вартість основних засобів
Коефіцієнт придатності основних засобів	К _{пр}	$K_{пр} = 1 - K_{зн}$	K _{зн} - коефіцієнт зносу основних засобів
Чисті активи	Ч _а	$Ч_а = B_а - З$	B _а - вартість всіх активів товариства; З - зобов'язання товариства.
Показники оцінки фінансового стану			
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	К _{зл}	$K_{зл} = \frac{OA}{\PiЗ}$	OA - оборотні активи; ΠЗ - поточні зобов'язання;
Рентабельність активів	R _а	$R_а = \frac{ЧП}{P_в}$	ЧП - чистий фінансовий результат (прибуток); P _в - середньорічна вартість активів.
Рентабельність власного капіталу	R _{вк}	$R_{вк} = \frac{ЧП}{P_{вк}}$	ЧП - чистий фінансовий результат (прибуток); P _в - середньорічна вартість власного капіталу
Рентабельність діяльності	R _д	$R_д = \frac{ЧП}{ЧД}$	ЧП - чистий фінансовий результат (прибуток); ЧД - чистий дохід
Коефіцієнт фінансового левериджу	К _{фл}	$K_{фл} = \frac{ПК}{BK}$	ПК - позиковий капітал; BK - власний капітал
Коефіцієнт фінансової стійкості	К _{фс}	$K_{фс} = \frac{BK}{ПК}$	BK - власний капітал; ПК - позиковий капітал.

Продовження додатку Ж
Продовження таблиці Ж.1

Найменування показників	аббрев.	Формула	Пояснення
Показники оцінки корпоративного стану			
Віддача акціонерного капіталу	Вак	$B_{ак} = \frac{ЧП - B_{п}}{K_{ва}}$	ЧП - чистий фінансовий результат (прибуток); $B_{п}$ - витрати за користування позиковим капіталом; $K_{ва}$ - капіталізована вартість акцій.
Ринкова капіталізація акцій	Ква	$K_{ва} = Цр_a \times K_a$	$Цр_a$ - ціна акції; K_a - кількість емітованих акцій.
Прибуток на акцію	Пра	$Пр_a = \frac{ЧП_d}{K_{па}}$	$ЧП_d$ - чистий прибуток після виплати дивідендів по привілейованим акціям; $K_{па}$ - середньозважена кількість простих акцій
Цінність акції	Ца	$Ц_a = \frac{Цр_a}{Пр_a}$	$Цр_a$ - ринкова ціна акції; $Пр_a$ - прибуток на акцію
Рентабельність акціонерного капіталу	Рак	$R_{ак} = \frac{Пр_a}{Цр_a}$	$Пр_a$ - прибуток на акцію; $Цр_a$ - ринкова ціна акції.
Дивідендний вихід або коефіцієнт дивідендних виплат	Кдв	$K_{дв} = \frac{D_a}{Пр_a}$	D_a - дивіденди, виплачені на одну акцію; $Пр_a$ - прибуток на одну акцію.
Показник балансового курсу корпоративних прав	Бккп	$B_{ккп} = \frac{ВК}{СК}$	ВК - власний капітал; СК - статутний капітал

Показники-індикатори майнового стану акціонерних товариств

Рік	Показники	Аббрев.	м. позн. показ п, X_{ij}	СТ «Надія»	ХЗМК	Стома	ХПАС	Турбоатом	Електромашина	Фармстандарт- Біолік	СК «Мега- Гарант»
2015	Коефіцієнт реальної вартості основних засобів	Крв	X_1	0,753	0,2077	0,6368	0,8869	0,3922	0,890	0,683	0,151
	Коефіцієнт зносу основних засобів	Кзн	X_2	0,2	0,7882	0,2969	0,1283	0,6103	0,237	0,3547	0,7438
	Коефіцієнт придатності	Кпр	X_3	0,8	0,2218	0,7031	0,8717	0,3897	0,763	0,6453	0,2562
	Чисті активи, тис. грн.	Ча	X_4	23801	-2809	95579	70414	3774128	19168	-581	207577
2016	Коефіцієнт реальної вартості основних засобів	Крв	X_1	0,655	0,0527	0,7700	0,8020	0,3725	0,910	0,6759	0,744
	Коефіцієнт зносу основних засобів	Кзн	X_2	0,296	0,829	0,3773	0,1773	0,6257	0,286	0,3789	0,5527
	Коефіцієнт придатності	Кпр	X_3	0,704	0,171	0,6227	0,8227	0,3743	0,714	0,6211	0,4472
	Чисті активи, тис. грн.	Ча	X_4	23739	-924	83730	82846	3374477	25312	47729	208383

Показники-індикатори фінансового стану вартості акціонерних товариств

Рік	Показники	Абр ев.	м. позн. показ. п, x _{ij}	СТ «Надія»	ХЗМК	Стома	ХПАС	Турбоагом	Електромаш ина	Фармстанда рт-Біюлік	СК «Мега- Гарант»
2015	Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	Кзл	X ₅	2,1364	0,2993	3,372	4,6108	4,2109	1,0578	0,485	5,7250
	Рентабельність власного капіталу	Рвк	X ₆	0	0	0,3995	0,2475	0,5139	0,2656	0	0,755382
	Рентабельність активів	Ра	X ₇	0	0	0,2204	0,5436	0,3696	0,0903	0,1769	0,020075
	Рентабельність діяльності	Рд	X ₈	0	0	0,2478	0,4546	0,7198	0,0328	0,2455	0,651064
	Коефіцієнт фінансового левериджу	Кфл	X ₉	0,10512	-4,2710	0,9466	0,1131	0,2768	1,2736	-357,52	0,216402
	Коефіцієнт фінансової стійкості	Кфс	X ₁₀	9,51278	-0,2341	1,0564	8,8427	3,612	0,7852	-0,0028	4,621037
2016	Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	Кзл	X ₅	2,0304	0,3100	1,816	9,1713	2,3480	1,3692	0,7042	7,6966
	Рентабельність власного капіталу	Рвк	X ₆	-0,0026	0	0,2421	0,1688	0,2981	0,2762	2,0511	0,003875
	Рентабельність активів	Ра	X ₇	-0,0023	0,7487	0,2109	0,1554	0,2229	0,1362	0,2049	0,002133
	Рентабельність діяльності	Рд	X ₈	-0,0409	1,4157	0,1526	0,3473	0,4383	0,0376	0,2756	0,054369
	Коефіцієнт фінансового левериджу	Кфл	X ₉	0,0968	-2,0281	0,8239	0,0639	0,4042	0,8412	4,5510	0,203505
	Коефіцієнт фінансової стійкості	Кфс	X ₁₀	10,3303	-0,4931	1,2137	15,655	2,4737	1,1886	0,2197	4,913882

Показники-індикатори корпоративного стану акціонерних товариств

Рік	Показники	Аббрев.	м. позн. показників, X _{ij}	СТ «Надія»	ХЗМК	Стома	ХПАС	Турбоагом	Електромаши на	Фармстандар т-Біолік	СК «Мега-Гарант»
2015	Віддача акціонерного капіталу	Вак	X ₁₄	0	6,24299	0,00433	53,48446	0,000336	0,001077	-0,003	5,284
	Прибуток на акцію	Ква	X ₁₅	0	0,06242	0,0647	6,17002	3,86	24,86	0,37257	0,06311
	Рентабельність акціонерного капіталу	Пра	X ₁₆	0	0,03121	6,477	20,54288	0,21	155,375	1,4903	0,0309363
	Коефіцієнт дивідендних виплат	Ца	X ₁₇	0	0	0,1543	0,03241	0,2992	0,00683	0	0
	Капіталізація, грн.	Рак	X ₁₈	3315000	30434150	20000000	831148,6	4858709980	4171084,4	5383489,8	162746661
	Цінність акції	Кдв	X ₁₉	0	16,01799	0,1543	0,040519	4,7619	0,00643	0,6710	32,324513
	Показник балансового курсу корпоративних прав	Бккп	X ₂₀	2,1539	-0,303647	23,92286	111,7683	35,73173	2,610733	-0,0503	1,080371
2016	Віддача акціонерного капіталу	Вак	X ₁₄	-5,6104	5,20249	0,0008658	0,020543	0,00021	0,000372	0,004025	-1,531
	Прибуток на акцію	Пра	X ₁₅	-0,0056	0,0312149	26,01841	5,13572	2,52	20,32	20,93435	0,0101
	Рентабельність акціонерного капіталу	Рак	X ₁₆	0	0,052024	0,0008658	24,68008	0,335652	101,6	4,02583	0,004719
	Коефіцієнт дивідендних виплат	Кдв	X ₁₇	0	0	0	0,03894	0,75077	0,00243	0,0002	0
	Капіталізація, грн.	Ква	X ₁₈	11050000	36520980	25041656,65	629658	5069958240	5213855,6	12010918,4	170724438,5
	Цінність акції	Ца	X ₁₉	0	19,2215	1,1549514	0,048679	2,97928	0,00984	0,24839	211,8812
	Показник балансового курсу корпоративних прав	Бккп	X ₂₀	2,1483	-0,923	27,26057	131,5016	31,9480	3,4475	4,1327	1,084566

РЕЗУЛЬТАТИ МНОЖИННОЇ РЕГРЕСІЇ

Результаты множ. регрессии(Шаг 2)

Зав.перем.:У Множест. R = ,99865307 F = 926,1622
R2= ,99730796 сс = 2,5
Число набл.: 8 Скоррект. R2= ,99623114 p = ,000000
Стандартная ошибка оценки:,48392
Св.член: -53279,16030 Ст.ошибка: ,5705107 t(5) = -,9339 p = ,3932

ЧА бета=1,01 Кпр бета=,026

(выделены значимые бета)

Рис. Ж. 1. Результат множинної регресії для показників майнового стану

Результаты множ. регрессии

Зав.перем.:У Множест. R = ,90159300 F = ,7239795
R2= ,81286994 сс = 6,1
Число набл.: 8 Скоррект. R2= -,30991044 p = ,715591
Стандартная ошибка оценки:,902174
Св.член: 282146,59962 Ст.ошибка: ,1357868 t(1) = ,20779 p = ,8696

Кзл бета=-1,4 Рвк бета=-12, Ра бета=-5,1
Рд бета=10,6 Кфс бета=14,3 Кфл бета=,491

(выделены значимые бета)

Рис. Ж. 2. Результат множинної регресії для показників фінансового стану

Результаты множ. регрессии(Шаг 5)

Зав.перем.:У Множест. R = ,99998584 F = 14122,67
R2= ,99997168 сс = 5,2
Число набл.: 8 Скоррект. R2= ,99990087 p = ,000071
Стандартная ошибка оценки:,7848
Св.член: 4560,9420477 Ст.ошибка: ,4253946 t(2) = 1,0722 p = ,3959

Кдв бета=,554 Пра бета=,032 Ка бета=,456
Вак бета=,01 Рак бета=,007

(выделены значимые бета)

Рис. Ж. 3. Результат множинної регресії для показників корпоративного стану

МАТРИЧНІ ГРАФІКИ КОРЕЛЯЦІЇ

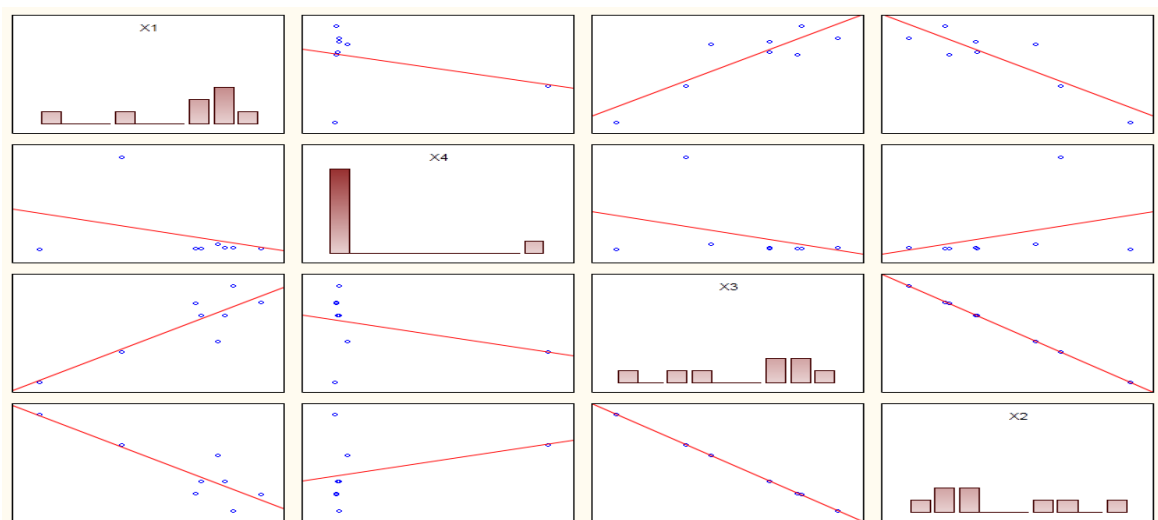


Рис. Ж. 4. Матричні графіки кореляції для показників майнового стану

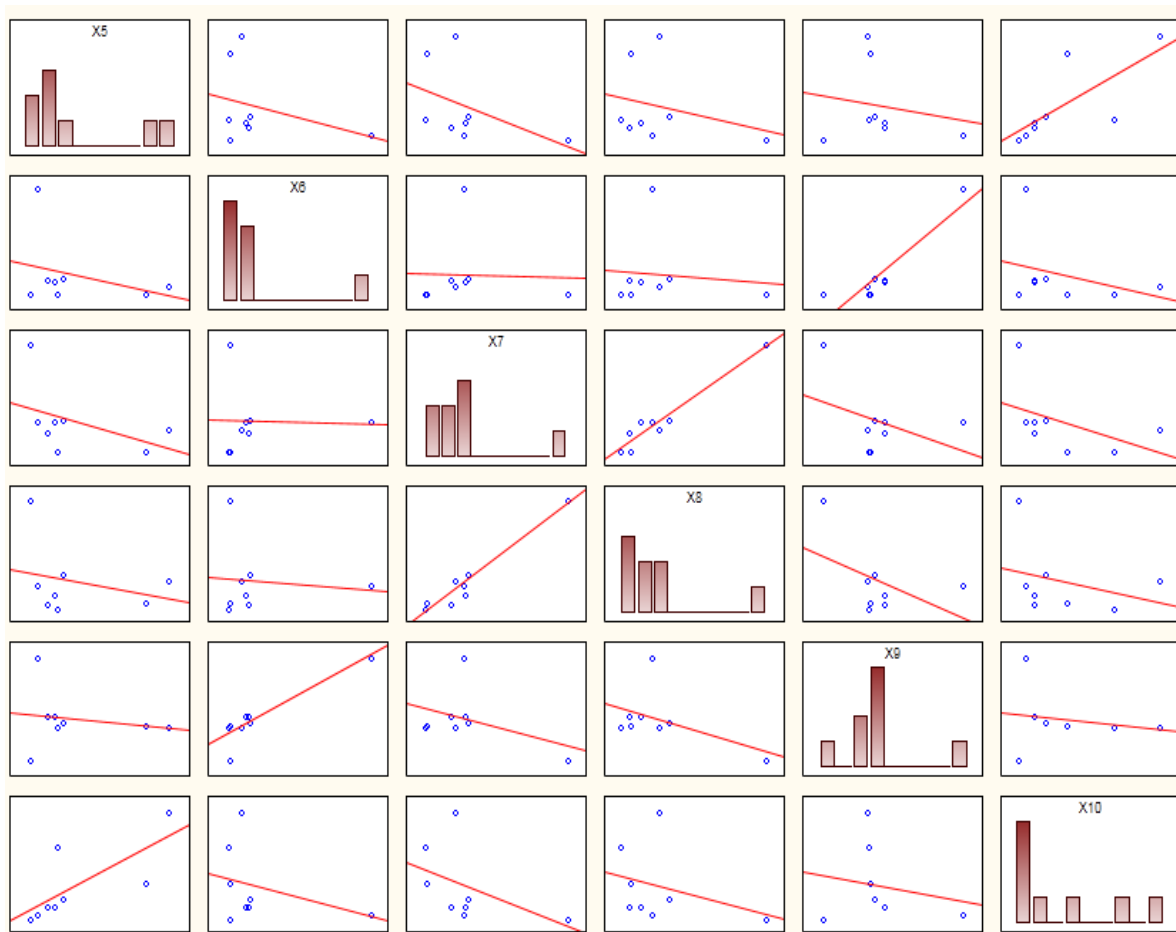


Рис. Ж. 5. Матричні графіки кореляції для показників фінансового стану

Продовження додатку Ж

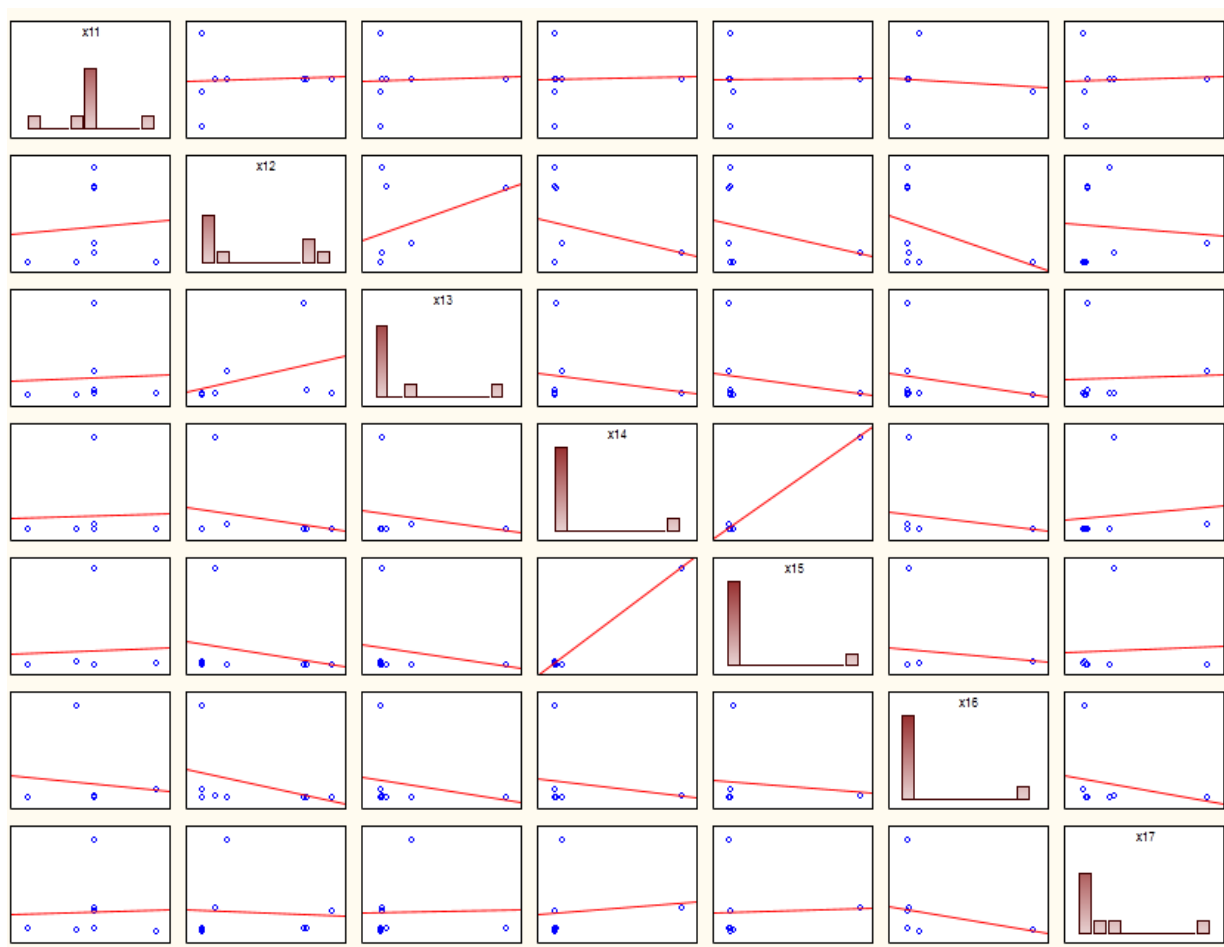


Рис. Ж. 6. Матричні графіки кореляції для показників корпоративного стану

Додаток 3

РОЗРАХУНОК ЗНАЧЕННЯ ІНТЕГРАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА ФІНАНСОВО-КОРПОРАТИВНОГО СТАНУ
АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Таблиця 3.1

Розрахунок значення інтегрального показника ФКСАТ акціонерних товариств

Показники	Умов не позначення показників, n, x_{ij}	Зміна показника- індикатора, Δ	Вага показника- індикатора, Jx_{ij}	Бал зміни показника- індикатора , Δx_{ij}	Інтегральне значення показника- індикатора, Ix_{ij} до стандартизації	Інтегральне значення показника- індикатора, Ix_{ij} після стандартизації	Значення інтегрального показника стану, I_j з врахуванням стандартизації
ПАТ СК «Надія»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1,5	0,75	0,3	0,5
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0	0,5	1	0,5	0,2	0,266
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0	0,16	1,5	0,24	0,096	
Рентабельність власного капіталу	X_6	0	0,16	0	0	0	
Рентабельність активів	X_7	0	0,17	0	0	0	
Рентабельність діяльності	X_8	0	0,17	0	0	0	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	0	0,17	1	0,17	0,068	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0	0,5	0	0	0	0
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0	0,5	0	0	0	

Продовження додатку 3
Продовження таблиці 3.1

Показники	Умовне позначення показників, n, x_{ij}	Зміна показника-індикатора, Δ	Вага показника-індикатора, Jx_{ij}	Бал зміни показника-індикатора, Δx_{ij}	Інтегральне значення показника-індикатора, Ix_{ij} до стандартизації	Інтегральне значення показника-індикатора, Ix_{ij} після стандартизації	Значення інтегрального показника стану, I_j з врахуванням стандартизації
ПАТ «ХЗМК»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1	0,5	0,2	0,4
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0	0,5	1	0,5	0,2	
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0	0,16	1	0,16	0,064	0,472
Рентабельність власного капіталу	X_6	0	0,16	0	0	0	
Рентабельність активів	X_7	0,5	0,17	1,5	0,34	0,136	
Рентабельність діяльності	X_8	0,5	0,17	1,5	0,34	0,136	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	0	0,17	1	0,17	0,068	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0	0,17	1	0,17	0,068	
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0	0,5	1,5	0,75	0,3	0,6
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0	0,5	1,5	0,75	0,3	
ПАТ «Стома»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1,5	0,75	0,3	0,5
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0	0,5	1	0,5	0,2	
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0	0,16	1,5	0,24	0,096	0,688
Рентабельність власного капіталу	X_6	0	0,16	1,5	0,24	0,096	
Рентабельність активів	X_7	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Рентабельність діяльності	X_8	0	0,17	2	0,34	0,136	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0,5	0,17	1,5	0,34	0,136	
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0,5	0,5	1	0,75	0,3	0,6
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0,5	0,5	1	0,75	0,3	

Продовження додатку 3
Продовження таблиці 3.1

Показники	Умовне позначення показників, n, x_{ij}	Зміна показника-індикатора, Δ	Вага показника-індикатора, $J_{x_{ij}}$	Бал зміни показника-індикатора, Δx_{ij}	Інтегральне значення показника-індикатора, $I_{x_{ij}}$ до стандартизації	Інтегральне значення показника-індикатора, $I_{x_{ij}}$ після стандартизації	Значення інтегрального показника стану, I_j з врахуванням стандартизації
ПАТ «ХПАС»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1,5	0,75	0,3	0,5
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0	0,5	1	0,5	0,2	
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0,5	0,16	1,5	0,32	0,128	0,666
Рентабельність власного капіталу	X_6	0	0,16	1,5	0,24	0,096	
Рентабельність активів	X_7	0	0,17	2	0,34	0,136	
Рентабельність діяльності	X_8	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	0	0,17	1	0,17	0,068	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0,5	0,17	1,5	0,34	0,136	
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0	0,5	1	0,5	0,2	0,4
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0	0,5	1	0,5	0,2	
ПАТ «Турбоатом»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1,5	0,75	0,3	0,5
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0	0,5	1	0,5	0,2	
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0	0,16	1,5	0,24	0,096	0,668
Рентабельність власного капіталу	X_6	0	0,16	1,5	0,24	0,096	
Рентабельність активів	X_7	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Рентабельність діяльності	X_8	0,5	0,17	1,5	0,34	0,136	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0,5	0,17	1,5	0,34	0,136	
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0	0,5	1	0,5	0,2	0,4
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0	0,5	1	0,5	0,2	

Продовження додатку 3
Продовження таблиці 3.1

Показники	Умовне позначення показників, x_{ij}	Зміна показника-індикатора, Δ	Вага показника-індикатора, J_{xij}	Бал зміни показника-індикатора, Δx_{ij}	Інтегральне значення показника-індикатора, $I_{x_{ij}}$ до стандартизації	Інтегральне значення показника-індикатора, $I_{x_{ij}}$ після стандартизації	Значення інтегрального показника стану, I_j з врахуванням стандартизації
ПАТ «Електромашина»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1,5	0,75	0,3	0,6
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0,5	0,5	1	0,75	0,3	
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0,5	0,16	1,5	0,32	0,128	0,664
Рентабельність власного капіталу	X_6	0,5	0,16	1,5	0,32	0,128	
Рентабельність активів	X_7	0,5	0,17	1	0,255	0,102	
Рентабельність діяльності	X_8	0,5	0,17	1	0,255	0,102	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0	0,5	1	0,5	0,2	0,4
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0	0,5	1	0,5	0,2	
ПАТ «Фармстандарт-Біолік»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1,5	0,75	0,3	0,6
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0,5	0,5	1,5	0,75	0,3	
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0,5	0,16	1,5	0,32	0,144	0,79
Рентабельність власного капіталу	X_6	0,5	0,16	1,5	0,32	0,144	
Рентабельність активів	X_7	0,5	0,17	1,5	0,34	0,153	
Рентабельність діяльності	X_8	0,5	0,17	1,5	0,34	0,140	
Коефіцієнт фінансового левериджу	X_9	0,5	0,17	1	0,255	0,102	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0,5	0,17	1	0,255	0,102	
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0,5	0,5	1	0,75	0,3	0,6
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0,5	0,5	1	0,75	0,3	

Продовження додатку 3
Продовження таблиці 3.1

Показники	Умовне позначення показників, x_{ij}	Зміна показника-індикатора, Δ	Вага показника-індикатора, Jx_{ij}	Бал зміни показника-індикатора, Δx_{ij}	Інтегральне значення показника-індикатора, Ix_{ij} до стандартизації	Інтегральне значення показника-індикатора, Ix_{ij} після стандартизації	Значення інтегрального показника стану, I_j з врахуванням стандартизації
ПАТ «Мега-Гарант»							
Коефіцієнт придатності основних засобів	X_3	0	0,5	1	0,75	0,3	0,5
Чисті активи, тис. грн.	X_4	0,5	0,5	1	0,5	0,2	0,566
Коефіцієнт покриття (загальної ліквідності)	X_5	0,5	0,16	1,5	0,32	0,128	
Рентабельність власного капіталу	X_6	0	0,16	1	0,16	0,064	
Рентабельність активів	X_7	0	0,17	1	0,17	0,068	
Рентабельність діяльності	X_8	0	0,17	1	0,17	0,068	
Коефіцієнт фінансового левириджу	X_9	0	0,17	1,5	0,255	0,102	
Коефіцієнт фінансової стійкості	X_{10}	0,5	0,17	1,5	0,34	0,136	0,2
Віддача акціонерного капіталу	X_{11}	0	0,5	0	0	0	
Рентабельність акціонерного капіталу	X_{13}	0	0,5	1	0,5	0,2	

Додаток И

ФОРМУВАННЯ АНКЕТИ ДЛЯ ВИЗНАЧЕННЯ ПОКАЗНИКІВ ФАКТОРІВ РИЗИКУ

Для встановлення показників, що відповідають обраним факторам, експертній групі пропонується провести ранжування, заповнивши таблиці відповідної анкети. Анкета визначення показників та факторів ризику. В табл. И.1 наведені фактори ризику та відповідні їм показники, за якими здійснюється їх оцінка.

Таблиця И. 1

Матриця попарних порівнянь факторів ризику та показників їх визначення

Фактор Показник	Валютний ризик	Процентний ризик	Кредитний ризик	Ризик зміни цін
Валютний курс у доларах на дату оцінки, грн.	1			
Середня відсоткова ставка за кредитами у національній валюті на дату оцінки, %		1		
Індекс промислового виробництва			1	
Індекс цін виробників				1

Порівняйте показники та факторів ризику й визначити їх вплив на вартість акціонерного товариства, заповнюючи пусті клітини табл. И.1. Порівняння проводиться таким чином: якщо фактор, розміщений у рядку таблиці має більшу вагу, ніж фактор, наведений у стовбці, то на перетині рядку та стовбця проставляється ціле число від 1 до 5 у відповідності зі шкалою, наведеною у табл. И.2, у протилежному випадку проставляється дріб.

*Продовження додатку И**Таблиця И.2***Шкала ймовірності ризику**

Інтенсивність ймовірності	Визначення	Інтенсивність ймовірності	Визначення
1	ризик не є ймовірним	3-4	середня ймовірність ризику
2	незначна ймовірність ризику	5	значна ймовірність ризику

2. Надайте, будь-ласка, інформацію про себе:

а) освіта;

б) фах;

в) посада;

г) стаж роботи.

Додаток К

ОЦІНЮВАННЯ ФАКТОРІВ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ
ТОВАРИСТВ

Таблиця К.1

Вихідна інформація для PEST-аналізу факторів вартості
акціонерних товариств

Фактори	Ум. поз.	Експерти				\bar{X}_j	Фактори	Ум. поз.	Експерти				\bar{X}_j
		1	2	m				1	2	m	
Політичні (P)							Економічні (E)						
Політична стабільність	P ₁						Інвестиційний клімат	E ₁					
Державне регулювання ринку цінних паперів та податкове законодавство	P ₂						Рівень економіки країни	E ₂					
Асоціація України з ЕС	P ₃						Розвиток фондового ринку	E ₃					
Військова ситуація на сході України	P ₄						Рівень інфляції та валютні коливання	E ₄					
Соціальні (S)							Фінансово-технологічні (FT)						
Рівень освіти	S ₁						Рівень розвитку інформаційних фінансових технологій	FT ₁					
Рівень задоволення потреб споживачів	S ₁						Ступінь розвитку інновацій, фінансування наукових розробок	FT ₂					
Темпи приросту доходів споживачів	S ₃						Вкладання капіталу в технічне переозброєння	FT ₃					

Матриця рангів факторів вартості

фактори	Експерти														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	Політичні														
P ₁	50	60	60	70	70	50	80	80	80	60	60	70	50	60	60
P ₂	30	20	40	20	30	40	30	20	30	30	30	20	30	30	20
P ₃	90	60	60	70	40	90	90	60	80	80	80	60	70	40	60
P ₄	30	30	50	60	40	40	40	30	30	20	20	40	20	20	50
2	Економічні														
E ₁	80	70	70	70	80	60	60	60	80	80	70	90	40	60	40
E ₂	80	90	70	90	90	90	100	100	80	80	70	90	60	60	80
E ₃	60	50	50	50	40	60	60	50	50	40	40	30	40	50	60
E ₄	20	10	20	20	20	30	20	40	20	20	30	40	30	20	40
3	Соціальні														
S ₁	50	50	60	40	50	40	60	70	60	70	60	70	50	50	70
S ₁	10	20	20	20	20	20	20	20	20	30	20	30	20	20	40
S ₃	30	30	30	30	20	20	20	10	10	30	10	10	10	30	10
4	Фінансово-технологічні														
FT ₁	20	20	30	20	20	20	20	20	300	30	20	30	20	20	40
FT ₂	60	70	90	70	80	60	60	60	80	80	70	90	50	60	60
FT ₃	80	70	70	90	80	90	90	90	90	90	90	90	80	60	80

Середня вага кожного фактора (нормована оцінка) розраховується за формулою:

$$W_j = \frac{\sum_{i=1}^m W_{ij}}{\sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^m W_{ij}} \quad W_j = \frac{C_{ij}}{\sum_{j=1}^n C_{ij}} \quad (К.1)$$

де W_{ij} – вага (нормована оцінка), надана i -м експертом j -му фактору;

W_j – загальна вага, надана експертами j -му фактору.

Матриця відносного значення факторів вартості

фактори	Експерти														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	Політичні														
P ₁	0,25	0,352	0,285	0,318	0,388	0,227	0,333	0,421	0,363	0,315	0,315	0,368	0,294	0,4	0,315
P ₂	0,15	0,117	0,190	0,090	0,166	0,181	0,125	0,105	0,136	0,157	0,157	0,105	0,176	0,2	0,105
P ₃	0,45	0,352	0,285	0,318	0,222	0,409	0,375	0,315	0,363	0,421	0,421	0,315	0,411	0,266	0,315
P ₄	0,15	0,176	0,238	0,272	0,222	0,181	0,166	0,157	0,136	0,105	0,105	0,210	0,117	0,133	0,263
2	Економічні														
E ₁	0,333	0,318	0,333	0,304	0,347	0,25	0,25	0,24	0,347	0,363	0,333	0,36	0,235	0,315	0,181
E ₂	0,333	0,409	0,333	0,391	0,391	0,375	0,416	0,4	0,347	0,363	0,333	0,36	0,352	0,315	0,363
E ₃	0,25	0,227	0,238	0,217	0,173	0,25	0,25	0,2	0,217	0,181	0,190	0,12	0,235	0,263	0,272
E ₄	0,083	0,045	0,095	0,086	0,086	0,125	0,083	0,16	0,086	0,090	0,142	0,16	0,176	0,105	0,181
3	Соціальні														
S ₁	0,555	0,5	0,5455	0,444	0,555	0,5	0,6	0,7	0,666	0,538	0,666	0,6364	0,625	0,5	0,583
S ₁	0,111	0,2	0,181	0,222	0,222	0,25	0,2	0,2	0,222	0,230	0,222	0,272	0,25	0,2	0,333
S ₃	0,333	0,3	0,272	0,333	0,222	0,25	0,2	0,1	0,111	0,230	0,111	0,090	0,125	0,3	0,083
4	Фінансово-технологічні														
FT ₁	0,125	0,125	0,157	0,111	0,111	0,117	0,117	0,117	0,15	0,15	0,111	0,142	0,133	0,1428	0,222
FT ₂	0,375	0,437	0,473	0,388	0,444	0,352	0,352	0,352	0,4	0,4	0,388	0,428	0,333	0,428	0,333
FT ₃	0,5	0,437	0,368	0,5	0,444	0,529	0,529	0,529	0,45	0,45	0,5	0,428	0,533	0,428	0,444

Оскільки сума відносних значень, поставлених кожним експертом всім факторам, дорівнює 1, то $\sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^m W_{ij}$ дорівнює кількості експертів, що беруть участь в експертизі.

Тому: $P_1 = (0,25 + 0,352 + 0,285 + 0,318 + 0,388 + 0,227 + 0,333 + 0,421 + 0,363 + 0,319 + 0,319 + 0,368 + 0,294 + 0,4 + 0,315) : 15 = 0,3296$.

Аналогічно розраховуються середні відносні значення для решти факторів.

Результати розрахунку коефіцієнтів конкордації та оцінка їх значущості

фактори	$\sum_{i=1}^d r_i$	\bar{r}	$\left(\sum_{i=1}^d r_i - \bar{r}\right)^2$	S	$\sum_{s=1}^d T_s$	W	$\chi^2_{розр}$	v	α	$\chi^2_{табл}$
1	Політичні									
P ₁	64	49	225,00	1262,0	48	0,7195	46,71	3	0,05	7,8
P ₂	28		441,00							
P ₃	69		400,00							
P ₄	35		196,00							
2	Економічні									
E ₁	67	55,5	132,25	1821,0	90	0,8215	112,85	7	0,05	14,1
E ₂	82		702,25							
E ₃	48		56,25							
E ₄	25		930,25							
3	Соціальні									
S ₁	56	32,67	544,44	818,67	336	0,7755	182,98	11	0,05	19,7
S ₁	22		113,78							
S ₃	20		160,44							
4	Фінансово-технологічні									
FT ₁	24	58,33	1178,78	1852,67	210	0,8240	111,06	7	0,05	14,1
FT ₂	69		113,78							
FT ₃	82		560,11							

Додаток Л

Список публікацій здобувача за темою дисертації

1. Алєйнікова Н. М. Теоретичні аспекти оцінки вартості акціонерних товариств / Н. М. Алєйнікова // Особливості оцінки майна та майнових прав: монографія [Електронний ресурс] / О. В. Васильєв, Л. І. Піддубна, Л. В. Єфремова та ін.; за заг. ред. д-ра екон. наук, професора О. В. Васильєва. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – С. 75–93. Режим доступу : <http://www.repository.hneu.edu.ua/handle/123456789/18547>
2. Алєйнікова Н. М. Методика оцінки потенціалу вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії. – 2017. – Вип. 2 (08), Ч. 1. – С. 81–86.
3. Сердюков К. Г. Розвиток системного підходу до побудови механізму оцінки вартості акціонерного товариства / К. Г. Сердюков, Н. М. Алєйнікова // Проблеми системного підходу в економіці : збірник наукових праць : - Київ : Національний авіаційний університет. – 2017. – Вип. 4 (60). – С. 162–167.
4. Алєйнікова Н. М. Вдосконалення оцінки вартості акціонерного товариства за ринковим підходом / Н. М. Алєйнікова // Управління розвитком: – збірник наукових праць. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – № 3 – 4. – С. 88–96.
5. Єфремова Л. В. Особливості використання методичних підходів з оцінки при визначенні ринкової вартості підприємства / Л. В. Єфремова, Н. М. Алєйнікова // Бізнес-інформ. – 2013. – № 6. – С. 284–288. (Ulrichsweb Global Serials Directory, Index Copernicus) Особистий внесок: обґрунтовано використання ринкового підходу для оцінки вартості підприємства.
6. Алєйнікова Н. М. Характеристика і порівняльний аналіз сучасних підходів до оцінки вартості бізнесу акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2016. – Вип.18 – Ч. 1 – С. 146–150 – (Серія : Економічні науки). (Index Copernicus).
7. Алєйнікова Н. М. Функціонування фондового ринку України в умовах економічної нестабільності фінансового середовища / Н. М. Алєйнікова // Вісник Одеського національного університету. – 2016. – Вип. 4 (46). – Т. 21 – С. 144–148. – (Серія : Економіка) (Index Copernicus).

8. Сердюков К. Г. Науково-методичний підхід до оцінки ключових факторів вартості та ризику акціонерних товариств / К. Г. Сердюков, Н. М. Алєйнікова // Науковий вісник Ужгородського національного університету. – 2017. – Вип. 15, Ч. 1 – С. 6–11. (Index Copernicus). (Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство).

9. Алєйнікова Н. М. Формування системи факторів вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Науковий економічний журнал «Інтелект XXI». – 2017. – № 2. – С. 224–229. (Index Copernicus).

10. Aleinikova N. Improvement of the procedure for integral assessment of the financial and corporate state of share-based societies / N. Aleinikova // Technology audit and production reserves. – 2018. – № 2/4 (40). – С. 38–43. (Index Copernicus).

11. Алєйнікова Н. М. Проблеми функціонування акціонерного капіталу в Україні / Н. М. Алєйнікова // Науково-практичний журнал «Регіональна економіка та управління». – 2016. – №1 (08). – С. 6–9.

12. Алєйнікова Н. М. Проблеми корпоративного управління в Україні / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції молодих учених та студентів «Розвиток фінансової політики України в умовах трансформації соціально-економічних відносин» (м. Харків, 23 квітня 2015 р.). – Харків : ХІФ УДУФМТ, 2015. – С. 496–498. – 1 електрон. опт. диск (CD-ROM): кольор.; 12 см. – Систем. вимоги: Pentium; 32 Mb RAM; CD-ROM Windows 98/2000/NT/XP; Adobe Acrobat Reader. – Назва з контейнера.

13. Алєйнікова Н. М. Аналіз факторів, які впливають на вартість акцій компанії / Н. М. Алєйнікова // Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики» (м. Одеса, 25 – 26 вересня 2015 р.). – Одеса : ОНУ імені І. І. Мечникова, 2015. – Ч.1. – С.80–83.

14. Алєйнікова Н. М. Вплив корпоративного управління на зростання ринкової вартості акціонерного товариства / Н. М. Алєйнікова // Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Інноваційні напрямки теоретичних та практичних досліджень в економічній науці» (м. Київ, 25 – 26 вересня 2015 р.). – Київ : ГО «Київський економічний науковий центр», 2015. – С. 34–37.

15. Алєйнікова Н. М. Сутність поняття «Механізму оцінки вартості акціонерного товариства» / Н. М. Алєйнікова // Матеріали III Всеукраїнської науково-практичної конференції з міжнародною участю «Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (м. Миколаїв, 4–5 листопада 2016 р.). – Миколаїв : ММІРЛ ВНЗ «Університет «Україна», 2016. – С. 21–24.

16. Алєйнікова Н. М. Акціонерне товариство в системі формування фондового ринку України, тенденції та перспективи розвитку / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної наукової конференції «Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця» (м. Харків, 1–2 червня 2017 р.). – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – С. 11–14.

17. Алєйнікова Н. М. Удосконалення механізму оцінки вартості акціонерних товариств / Н. М. Алєйнікова // Матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні можливості забезпечення соціально-економічного розвитку країн» (м. Ужгород, 16 вересня 2017 р.). – С. 136–139.

18. Алєйнікова Н. М. Оцінка факторів вартості та ризику для вартості акціонерних товариств / Н. М. Алєйнікова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи» (м. Дніпро, 29–30 вересня 2017 р.). – Ч. 1. – С. 65–68.

Апробація результатів дисертаційної роботи

№ з/п	Тип конференції	Назва конференції	Місце і дата проведення	Тип участі
1	Міжнародна науково-практична конференція	Розвиток фінансової політики України в умовах трансформації соціально-економічних відносин	м. Харків, Україна, 23 квітня 2015 р.	Безпосередньо
2	Міжнародна науково-практична конференція	Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики	м. Одеса, Україна, 25 – 26 вересня 2015 р.	Дистанційна
3	Міжнародна науково-практична конференція	Інноваційні напрямки теоретичних та практичних досліджень в економічній науці	м. Київ, Україна, 25 – 26 вересня 2015 р.	Дистанційна
4	III Всеукраїнська науково-практична конференція з міжнародною участю	Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності	м. Миколаїв, Україна, 4–5 листопада 2016 р.	Дистанційна
5	Міжнародна наукова конференція	Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця	м. Харків, Україна, 1–2 червня 2017 р	Безпосередньо
6	Міжнародна науково-практична конференція	Сучасні можливості забезпечення соціально-економічного розвитку країн	м. Ужгород, Україна 16 вересня 2017 р.	Дистанційна
7	Міжнародна науково-практична конференція	Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи	м. Дніпро, Україна, 29–30 вересня 2017 р.	Дистанційна

