

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ МІСЬКОГО
ГОСПОДАРСТВА імені О. М. БЕКЕТОВА**

На правах рукопису

ЧУДОПАЛ АННА ІВАНІВНА

УДК: **69:657.922**

**ОЦІНКА РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ
БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ ІЗ ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТІВ
ПОРІВНЯЛЬНОГО ПІДХОДУ**

Спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами
(за видами економічної діяльності)

**Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

Науковий керівник:
Момот Тетяна Валеріївна,
доктор економічних наук,
професор

ХАРКІВ – 2016

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ ІЗ ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТІВ ПОРІВНЯЛЬНОГО ПІДХОДУ	
1.1 Структурно-змістовний аналіз понятійної бази оціночної діяльності: загальні засади оцінки та нормативно-правове забезпечення	
1.2 Загальна характеристика порівняльного підходу: методи, переваги та недоліки	
1.3 Алгоритм реалізації порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості	
Висновки до розділу I	
РОЗДІЛ 2 ОЦІНКА СТАНУ ТА ПЕРСПЕКТИВ ФУНКЦІОНУВАННЯ АКЦІОНЕРНИХ ПІДПРИЄМСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ В УКРАЇНІ	
2.1 Оцінка стану та основних тенденції діяльності підприємств будівельної галузі України	
2.2 Аналіз фінансово-економічних показників діяльності акціонерних товариств будівельної галузі на базі систематизації офіційних методик оцінки фінансового стану підприємств	
2.3 Формування бази даних для проведення аналізу динаміки цінкових і нецінових мультиплікаторів акціонерних товариств будівельної галузі України	
Висновки до розділу 2	
РОЗДІЛ 3 УДОСКОНАЛЕННЯ ІНФОРМАЦІЙНО-АНАЛІТИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ	

ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ ІЗ ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТІВ ПОРІВНЯЛЬНОГО ПІДХОДУ

3.1 Удосконалення інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу

3.2 Розробка методичного підходу до інтегрального оцінювання ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу

3.3 Застосування методичного підходу до оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі для прийняття корпоративних рішень

Висновки до розділу 3

ВИСНОВКИ

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

ДОДАТКИ

ВСТУП

Актуальність теми. В умовах інтеграції української фінансової системи у світовий та європейський фінансово-економічний простір орієнтація оцінки бізнесу та використання інструментів порівняльного підходу набуває актуальності.

Відсутність обґрунтованих досліджень відповідно до використання системи цінкових та нецінових мультиплікаторів для акціонерних товариств будівельної галузі призводить до можливості маніпулювань з ринковою вартістю підприємств-емітентів, акції яких розміщуються переважно по закритій підписці серед колишніх власників. У більшості випадків головним завданням органів корпоративного управління залишається збереження контролю над компанією і приватності основної діяльності акціонерного товариства.

Порівняльний підхід дає можливість швидко і достовірно визначити ринкову вартість бізнесу відповідно до представлених на вільних ринках об'єктів-аналогів, базуючись на основному принципі оцінки, за яким схожі економічні інтереси (вигоди) повинні оцінюватися приблизно однаково. Проте проблемним є отримання інформації щодо ринкової вартості цінних паперів акціонерних товариств будівельної галузі, а угоди з продажу акцій є фрагментарними та не дозволяють створити сучасну інформаційно-аналітичну базу оцінки.

Питанням оцінки ринкової вартості бізнесу присвячені дослідження таких зарубіжних та вітчизняних учених: А. Дамодарана, А.О. Єпіфанова, Т. Коллера, Т. Коупленда, С.В. Леонова, О.Г. Мендрула, М. Міллера, Ф. Модільяні, Дж. Мурріна, Л.В. Сорокіної, Й. Хабера, В.О. Щербакова, О.О. Щербакової та ін. У наукових працях учених розроблено підходи до оцінки ринкової вартості акціонерних товариств та вдосконалено теоретико-методичні засади впровадження вартісно-орієнтованого управління діяльністю підприємств будівельної галузі, що розглядаються в роботах

А.Є. Ачкасова, В.М. Бабаєва, П.Т. Бубенка, О.В. Васильєва, С.В. Вожик, О.В. Димченко, А.О. Дубовик, К.В. Жижка, Є.О. Зенченко, А.В. Зубенко, М.В. Кадничанського, Л.Г. Ловінської, О.Г. Мендрула, Т.В. Момот, Г.В. Назарової, В.П. Ніколаєва, М.Н. Новікової, В.М. Олейко, І.М. Писаревського, Д.В. Поповича, Л.А. Свистун, В.І. Сергієнка, Н.В. Тертичної, В.І. Торкатюка, Н.В. Чебанової, Г.М. Шаповал, Л.В. Шляпникова, Л.М. Шутенка.

Проте у вітчизняних наукових дослідженнях практично відсутні системні розробки з визначення ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу, що ускладнює застосування експрес-оцінювання в умовах обмеженої мобільності корпоративних прав на ринку цінних паперів.

Значення й актуальність дослідження вказаних питань для вітчизняних акціонерних товариств будівельної галузі обумовили вибір теми та визначення мети дисертаційного дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.
Дисертаційна робота є ініціативною й одночасно складовою частиною науково-дослідних робіт Харківського національного університету міського господарства імені О.М. Бекетова в межах державної бюджетної тематики: «Інформаційно-аналітичне забезпечення стратегічного управління фінансово-економічною безпекою суб'єктів господарювання України в умовах глобалізації: теорія, методологія, практика» – (2015 р. – номер державної реєстрації 0112U003092), де автором розроблено інформаційно-аналітичне забезпечення оціночної діяльності за порівняльним підходом, «Стратегічний моніторинг та антикорупційний аудит в системі фінансово-економічної безпеки держави, регіону, суб'єктів господарювання в умовах євроінтеграції», етап 1 – «Стратегічний моніторинг в системі фінансово-економічної безпеки держави, регіону, суб'єктів господарювання: розробка системи теоретико-методологічного забезпечення в умовах євроінтеграції» (2015 р., номер державної реєстрації 0115U000149) – автором дисертації

розроблено систему інформаційно-аналітичного забезпечення стратегічного моніторингу суб'єктів господарювання (вартісно-орієнтований аспект). Результати дисертаційної роботи використовувались при розробці концепції стратегії розвитку міста Харкова до 2030 року, де автором проведено порівняльний аналіз банківської та фінансової діяльності суб'єктів господарської діяльності (договір № 15 від 07.12.2011 р.). Результати дисертаційної роботи використані в роботі Харківської національної академії міського господарства за договором на проведення наукового дослідження на замовлення ПАТ «Трест Житлобуд-1» за темою «Теоретико-методичні засади впровадження вартісно-орієнтованого корпоративного управління акціонерним товариством будівельної галузі: управління результативністю та розробка інвестиційної стратегії» (договір № 2568/12), у ході якого автором проведено оцінку мультиплікаторів балансової вартості капіталу акціонерних товариств будівельної галузі в процесі вартісно-орієнтованого корпоративного управління.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є обґрунтування теоретико-методичного забезпечення та розробка практичних рекомендацій щодо оцінювання вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу.

Для досягнення поставленої мети в дисертації були поставлені та вирішені такі завдання:

- здійснено структурно-змістовний аналіз понятійної бази та нормативно-правового забезпечення оціночної діяльності;
- здійснено аналіз фінансово-економічних показників діяльності акціонерних товариств будівельної галузі на базі систематизації офіційних методик оцінки фінансового стану підприємств;
- проаналізовано основні тенденції розвитку підприємств будівельної галузі України;
- сформовано базу даних для проведення аналізу динаміки цінових мультиплікаторів акціонерних товариств будівельної галузі України;

- удосконалено алгоритм оцінки ринкової вартості акціонерних товариств із застосуванням інструментів порівняльного підходу;
- побудовано багатофакторну модель експрес-оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі на основі ключових цінових мультиплікаторів у залежності від домінуючих змінних у динаміці;
- розроблено рекомендації з удосконалення системи інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу.

Об'єкт дослідження – процес оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних, методичних і практичних підходів до оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу.

Методи дослідження. Для вирішення поставлених завдань були використані такі методи: *системного та структурного аналізу* (для визначення взаємозв'язку об'єктів оцінки, побудови класифікаційної системи цінових мультиплікаторів, відбору коефіцієнтів фінансово-економічного стану для формування переліку кількісних показників методики експрес-оцінки бізнесу, розробки алгоритму оцінки бізнесу за ключовими ціновими й неціновими мультиплікаторами); *кореляційного аналізу* (для вибору ключових цінових та нецінових мультиплікаторів та формування системи кількісних і якісних показників методики експрес-оцінки ринкової вартості акцій); *багатофакторного регресійного аналізу* (для побудови моделі експрес-оцінки бізнесу на основі ключових цінових і нецінових мультиплікаторів); *метод зіставлення мультиплікаторів* (для оцінки вартості підприємств на основі зіставлення значень окремих показників аналогічних підприємств) *графічний* (для наочного зображення і схематичного представлення теоретичних і практичних результатів дослідження).

Інформаційною базою дослідження стали законодавчі акти України, нормативні документи центральних органів виконавчої влади, офіційні статистичні матеріали Державної служби статистики України, монографії, статті та інші публікації в іноземних і вітчизняних виданнях та мережі Інтернет, фінансова звітність акціонерних товариств будівельної галузі.

Наукова новизна одержаних результатів. Основним науковим результатом проведеного дослідження є розвиток теоретико-методичних положень вартісно-орієнтованого управління на основі удосконалення процесу оцінки акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу.

Наукову новизну дисертації визначають такі положення:

удосконалено:

– методичне забезпечення інтегрального оцінювання ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі на основі застосування розробленої економетричної трьохфакторної моделі, що, на відміну від існуючих, формалізує залежність ринкової вартості акцій від урахованих факторів впливу (цінових і нецінових мультиплікаторів), що дозволяє підвищити оперативність визначення ринкової капіталізації акціонерних товариств будівельної галузі в умовах обмеженої мобільності корпоративних прав на ринку цінних паперів та забезпечити нівеляцію відмінностей параметрів підприємств-аналогів і об'єкта оцінки в процесі визначення підсумкової величини вартості власного капіталу;

– інтегральну модель інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу шляхом здійснення послідовності дій із визначення типу та обсягів інформації, необхідної для здійснення оціночної діяльності; розробки ефективної системи збору, обробки, використання та зберігання інформації; забезпечення заходів для запобігання негативного ефекту використання недостовірної інформації; визначення взаємозв'язку між результуючим показником та фінансово-

економічними параметрами; побудови економетричної моделі з оцінкою її адекватності, створення умов для ефективного використання необхідної інформації для визначення ринкової капіталізації та прийняття інвестиційних рішень;

– алгоритм оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу, що, на відміну від існуючих, передбачає відбір підприємств-аналогів у процесі здійснення оцінки ринкової вартості акцій на основі запропонованих пріоритетних критеріїв порівняння, виходячи з конкретних умов, цілей оцінки, якості інформації та з врахуванням галузевої специфіки будівельного бізнесу, й передбачає застосування регресійного аналізу для здійснення корегувань у процесі обробки ринкової та фінансової інформації підприємств-аналогів;

– методичний підхід до ідентифікації переоцінених і недооцінених корпоративних прав шляхом визначення відхилення мультиплікатора Р/Е (ціна / прибуток) від визначеного автором середньогалузевого значення мультиплікатора Р/Е для акціонерних товариств, що здійснюють будівництво житлових і нежитлових будівель для забезпечення прийняття інвестиційних рішень з купівлі-продажу-утримання акцій у процесі вартісно-орієнтованого корпоративного управління, що, на відміну від існуючих підходів, дає можливість кількісно оцінити величину переоцінки чи недооцінки власного капіталу акціонерного товариства;

набули подальшого розвитку:

– економічний зміст поняття «інформаційно-аналітичне забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу», що розглядається як комплексна система формування, збору, аналітико-синтетичної обробки, накопичення й передачі обґрунтованої та релевантної ринкової та фінансової інформації, сформованої з використанням інструментів порівняльного підходу, які сприяють прийняттю стратегічно важливих корпоративних рішень;

– економічний зміст поняття «інструменти порівняльного підходу до оцінки бізнесу» як засобів конвертації вихідної ринкової інформації та інформації про фінансово-господарський стан акціонерного товариства шляхом застосування оціночних процедур із використанням сформованої системи мультиплікаторів у інтегральний показник ринкової капіталізації.

Практичне значення результатів дисертаційного дослідження.

Запропоновані в дисертаційній роботі висновки й пропозиції доведені до рівня конкретних рекомендацій щодо оцінювання й управління вартістю акціонерних товариств будівельної галузі. До результатів, які мають практичне значення, належать: методичне забезпечення оцінювання на АТ «Трест Житлобуд – 1» – упроваджено методичне забезпечення інтегрального оцінювання ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі на основі застосування розробленої автором економетричної трьохфакторної моделі (м. Харків, довідка № 57/2 від 14.04.2016 р.); ПАТ «Південспецатоменергомонтаж» – інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу (м. Харків, довідка № 134 від 22.03.2016 р.).

Результати досліджень застосовуються в навчальному процесі кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту Харківського національного університету міського господарства імені О.М. Бекетова при викладанні курсів «Біржова діяльність», «Оцінка бізнесу та об'єктів нерухомості», «Фінансовий менеджмент», «Фінансовий аналіз», «Фінансова діяльність підприємств» (довідка від 02.06.2016 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійно виконаною науковою працею, усі результати якої одержані безпосередньо здобувачем і знайшли відображення в наукових публікаціях. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано тільки ті положення, які є результатом власних досліджень.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дослідження

доповідались автором, обговорювались і були схвалені на науково-практичних конференціях, семінарах і круглих столах: XXXVI науково-технічній конференції викладачів, аспірантів і співробітників Харківської національної академії міського господарства (м. Харків, 2012 р.); II міжнародно-практичній конференції «Обліково-аналітичне і фінансове забезпечення корпоративного управління: якість аудиту та корпоративна безпека» (м. Харків, 2011 р.); III Міжнародній науково-практичній конференції «Інформаційно-аналітичне забезпечення управління фінансово-економічною безпекою: аудиторський супровід та бізнес розвідка» (м. Харків, 2013 р.); Міжнародній науково-практичній Інтернет-конференції «Проблеми і перспективи розвитку фінансової системи України в умовах формування нового світового фінансово-економічного порядку» (м. Полтава, 2014 р.); XVIII Європейській науковій конференції аспірантів у Мендель університеті (м. Брно, Чехія, 2014 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансова система України в умовах трансформації соціально-економічних відносин» (м. Харків, 2015 р.); V Міжнародній науково-практичній конференції «Обліково-аналітичне забезпечення управління фінансово-економічною безпекою в умовах європейської інтеграції» (м. Харків, 2015 р.), «Informatization of Economic and Management Processes» (м. Брно, Чехія, 2016р.).

Публікації. Основні положення й найважливіші результати роботи викладено в 13 наукових працях, з яких 2 розділи – у колективних монографіях, 5 статей у наукових фахових виданнях, у тому числі 2 статті у збірниках, внесених у міжнародні науково-метричні бази, 7 тез доповідей у матеріалах науково-практичних конференцій. Загальний обсяг публікацій складає 3,61 авт. арк., з яких особисто авторів належить 2,91 авт. арк.

Структура і обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел з 255 найменувань на 30 сторінках, 7 додатків на 71 сторінці. Основний зміст роботи викладений на 185 сторінках комп'ютерного тексту, містить 39 рисунків, 14 таблиць.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ ІЗ ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТІВ ПОРІВНЯЛЬНОГО ПІДХОДУ

1.1 Структурно-змістовний аналіз понятійної бази та нормативно-правового забезпечення оціночної діяльності

З метою найбільш доступного і повного викладу основних положень і принципів оціночної діяльності видається доцільним систематизація основоположних понять, визначень, які безпосередньо пов'язані з процесом оцінки.

Системний аналіз економічної категорії «вартість» бере початок ще в Древній Греції, адже саме в той час відбувається перехід від натурфілософського сприйняття світу до аналізу окремих категорій і спроба побудови системи їх взаємозв'язку [26].

Демокрит був одним із перших, хто системно зв'язав судження про цінність речей з їх значимістю для задоволення певної потреби, метою якої є перебування «у доброму стані духу». Він розглядає переважання корисності речі при визначенні її вартості. Корисність і задоволення у Демокрита тісно пов'язані, адже цінність полягає у задоволенні, яке спроможна створити річ.

Значний внесок у вивчення проблеми вартості було зроблено Сократом та його послідовниками. Для Сократа основний інтерес становить вища цінність і спрямованість людини. Його послідовники – Ксенофонт, Платон і особливо Аристотель – багато уваги приділили взаємозв'язку категорій «ціль», «цінність», «корисність». В той же час вони проводять не лише категоріальний аналіз, який має безсумнівну наукову значущість, а й формують цілий ряд рекомендацій прикладного характеру. На думку Платона цінність розглядається як абсолютна, природжена властивість речей, яка проявляється через людські ідеї, «образи» реального світу.

Аналіз хронології розвитку економічної теорії свідчить, що в процесі дослідження проблеми вартості сформувалося дві загальні концепції розуміння її природи: витратна (вартісна) і корисності. В свою чергу, в рамках витратної концепції можна виокремити трудову теорію вартості і теорію витрат виробництва; а в рамках концепції корисності – теорію граничної корисності та теорію попиту і пропозиції, як це подано на рисунку 1.1.

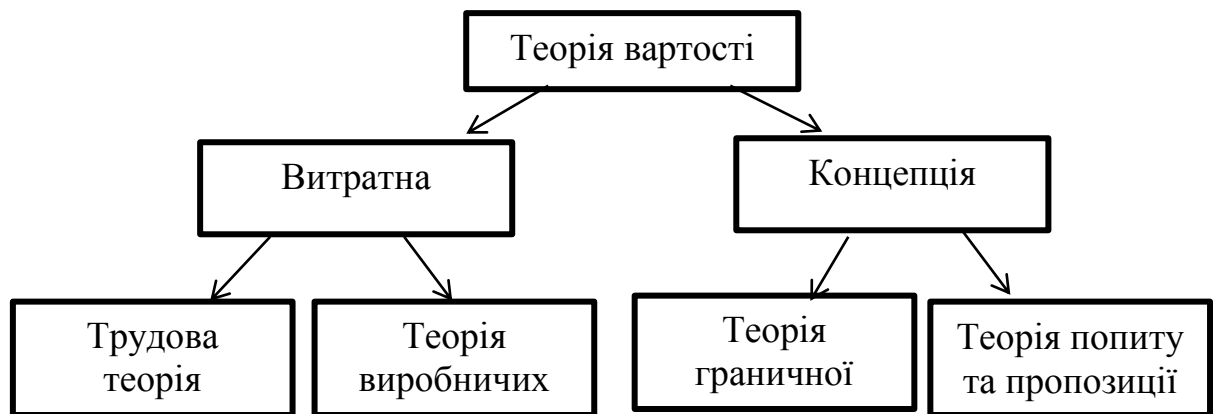


Рис. 1.1 – Напрямки розвитку теорії вартості

Перші більш сучасні спроби проаналізувати категорію цінності товарів і створити загальну теорію вартості були зроблені економістами в XVI ст.

У. Петті, А. Сміт і Д. Рікардо висунули ідею про те, що ціна товару знаходиться в прямій залежності від кількості праці, витраченого на його виробництво. Оскільки головним чинником формування цінності товару виступала праця, вчення отримало назву трудової теорії вартості. Її основні положення полягають у наступному:

1. Всім товарам притаманна така внутрішня характеристика як цінність або вартість. Вартість не можна виявити безпосередньо зовнішньому спостерігачеві, оскільки вона має прихований характер і втілює в собі цілий комплекс господарських відносин;

2. Вартість створюється працею товаровиробників. Оскільки різні виробники мають різні витрати виробництва і прибуток, трудова теорія

вартості оперує таким поняттям як суспільна праця, використовуючи її як якийсь усереднений показник;

3. Всі товари обмінюються один на одного у відповідних пропорціях, відповідних витраченому на їх виробництво праці та вартості. А. Сміт писав з цього приводу, що ціни – це лише вуаль над угодами. Якщо ми підніmemo цю вуаль, то побачимо справжні відносини обміну. Вартість, яка служить мірилом обміну, називається міноюю вартістю;

4. Коливання цін в економічній системі прихильники трудової теорії вартості пояснюють наявністю такої категорії, як споживча вартість. Споживча вартість є пластичним фактором і може значно варіюватися залежно від суб'єктивного сприйняття товару покупцями, появи на ринку альтернативних продуктів аналогічного призначення і інших обставин;

5. Ціна є грошовим вираженням вартості товару.

Трудова теорія вартості стала першою системною доктриною, що давала пояснення формуванню і руху ринкових цін. Проте, у плані як теоретичної, так і практичної інтерпретації економічних процесів теорія трудової вартості мала досить серйозні вади. Так, наприклад, висуваючи працю як критерій визначення вартості та цін всіх товарів, прихильники трудової теорії вартості вагалися пояснити особливості формування ціни на такі фактори, як вартість підприємницької діяльності, утворення цін на послуги та нематеріальні активи. Через великий ступінь абстракції складно було емпірично підтвердити практичне значення теорії вартості, в основу якої була покладена категорія праці.

Недоліки трудової теорії вартості стимулювали створення нових концепцій, заснованих на інших методологічних підходах. Однією з найбільш повних і науково обґрунтованих є теорія маржиналізму (граничної корисності). Ця теорія пояснює формування і коливання ринкових цін виходячи з категорії «корисність».

Маржиналізм базується на наступних основних положеннях:

1. Будь-яка потреба людини зменшується по мірі її задоволення;

2. Психологічна та грошова оцінка кожного блага, здатного задовольняти потреби людини, знижується в міру того, як воно стає все більш доступним;

3. Всі економічні суб'єкти розподіляють одиниці свого доходу між різними витратами таким чином, щоб з кожної одиниці отримати задоволення рівної інтенсивності;

4. Ціна є грошовим вираження корисності.

Базуючись на зазначених положеннях, маржиналістами було обґрунтовано такі теорії, як теорія формування цін, принцип раціональної поведінки людини і закон спадаючої граничної корисності.

Основні принципи оцінки майна, які відображають соціально-економічні фактори та закономірності формування вартості майна та методики оцінки були розроблені у різних країнах із розвиненою ринковою економікою до 40-х рр. ХХ століття. В 50-ті рр. ХХ століття з'явилася самостійна професія оцінювача [52, с. 33].

Методологічні проблеми оцінки ринкової вартості висвітлені в працях багатьох закордонних економістів. Так, провідні світові вчені У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер та Дж. Б. Бейлі [208] Л. Дж. Гітман і М. Д. Джонк [43], Р. Дж. Хегстром [184] досліджували проблеми оцінки вартості цінних паперів в процесі інвестування на ринку капіталів.

Фундаментальна праця Фішмена Дж., Ш. Пратта, К. Гриффіта і К. Уілсона «Керівництво з оцінки вартості бізнесу» [183] присвячена організації процесу оцінки вартості бізнесу від підписання договору на оцінку із замовником до оформлення кінцевого звіту з оцінки бізнесу.

Дослідження Ч. Хорнгрена, Дж. Фостера, Ш. Датара [186], Е. А. Аткинсона, Р. Д. Банкера, Р. С. Каплана, М. С. Янга [179], Е. С. Хендриксона, М. Ф. Ван Бреди [186] присвячені застосування оцінки вартості бізнесу в управлінському обліку.

У працях американських економістів Ф. Ч. Еванса та Д. М. Бішопа [216] систематизовано особливості оцінки бізнесу в процесі злиття та поглинань.

Лауреати Нобелівської премії Ф. Модільяні та М. Міллер доводять, що ринкова вартість будь-якої фірми не залежить від структури капіталу та визначається виключно її майбутніми доходами [114].

Теоретико-методологічні та практичні питання інвестиційної оцінки всебічно розкриті у роботах та Інтернет-ресурсі Асвата Дамодарана [54]. Автор на великій кількості практичних прикладів оцінки реального бізнесу надає алгоритми застосування оціночних процедур з врахуванням галузевої специфіки.

В своїх роботах Ольве Н. Г., Ж. Рой і М. Веттер [133], Х. К. Рамперсад і К. Туомінен [166], К. Уолш [178] доводять доцільність використання показника оцінки вартості в якості комплексного ключового показника оцінки результативності роботи підприємства в збалансованих системах показників.

Вагомий внесок у розробку теоретико-методологічних та прикладних засад оцінки вартості бізнесу внесли сучасні американські дослідники Т. Коупленд, Т. Коллера, Дж. Мурин, які розробили та удосконалили алгоритми оцінки різних підприємств та їх бізнес-одиниць з врахуванням галузевої специфіки, а також обґрунтували доцільність максимізації вартості бізнесу в якості критерію прийняття управлінських рішень [88].

У публікаціях визнаних фахівців з оцінки бізнесу Т. Л. Уеста та Д. Д. Джонса систематизовано практичний досвід експертів США у сфері оцінки малого бізнесу різноманітних бізнес напрямків [180].

В Україні розвиток оціночної діяльності починається з набуттям незалежності в 1991–1992 роках, що було пов'язано з переходом економіки країни до ринкових відносин. Початок приватизаційних процесів став істотним поштовхом у розвитку оціночної діяльності в Україні.

У сучасній теорії та практиці фінансового менеджменту дедалі більше домінує концепція вартісно-орієнтованого управління (Value Based Management – VBM).

Як свідчать дані досліджень організації СІМА, управління вартістю як

підхід до управління використовується європейськими компаніями по-різному, зокрема в Австрії, Ірландії, Німеччині та Швейцарії 75% великих компаній застосовували VBM, у Великій Британії – 65%, у Франції – 50%, в Італії – лише 40% [1].

Вартісно-орієнтоване управління складається з трьох компонентів:

1. Процес створення вартості (як компанія може збільшити або згенерувати максимальну майбутню вартість).
2. Управління заради вартості (система управління, зміна менеджменту, організаційна, культура, комунікація, лідерство).
3. Вимірювання вартості (оцінка діяльності компанії відбувається з урахуванням вірогідної динаміки змін зовнішньої і внутрішньої сфери організації).

Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту є системним підходом до управління корпоративними фінансами. Важливим етапом запровадження VBM є побудова дерева факторів вартості. Основний принцип побудови дерева факторів вартості полягає у інтегруванні в єдину систему економічних результатів діяльності підприємства та фінансових показників, обрахованих на підставі отриманої інформації. Практична цінність дерева факторів вартості полягає у можливості систематизувати різноманітні чинники, що впливають на результативність роботи підприємства та використати отриману базу даних для розробки стратегії розвитку компанії [8].

Варто зазначити, що існує багато визначень концепції вартісно-орієнтованого управління. Так Д. Мактаггарт під вартісно-орієнтованим управлінням розглядає поєднання переконань, принципів і процесів, які на базі системного підходу ефективно допомагають компанії досягти успіху в боротьбі з зовнішніми конкурентами і інституційними імперативами зсередини [243].

Інше визначення давали американські вчені Джон Д. Мартин та Дж. Вільям Петти: «Базовим принципом, що лежить в основі вартісно-орієнтованого управління є модель дисконтованих грошових

потоків компанії. Послідовники концепції вартісно-орієнтованого управління стверджують, що для успішного використання VBM, потрібно зв'язати між собою продуктивність та винагородження.

Головним принципом, що лежить в основі використання вартісно-орієнтованого управління є вимірювання та винагородження діяльності по створенню акціонерної вартості, що в підсумку призведе до збільшення акціонерної вартості [55]. Деякі визначення вартісно-орієнтованого управління визначають його як управлінський процес. У своїй праці «Управління вартістю: назад у майбутнє» Ф. Хаспес, Т. Нода та Ф. Балос визначають вартісно-орієнтоване управління як «всеосяжний управлінський підхід, який об'єднує визначені цілі, перебудовані організаційні структури і системи, прискорені стратегічні та операційні процеси та оновлені практики управління людськими ресурсами». Вартісно-орієнтоване управління покращує якість та швидкість прийняття стратегічних рішень: «Головний результат – це значно оновлена корпорація, чия культура трансформується в міру зміни поведінки на всіх рівнях компанії» [223].

Інші визначення засновані на визначенні витрат, процесів та результатів діяльності компанії.

Найбільш повне визначення дав Інститут управлінського обліку, що знаходиться в штаті Нью-Джерсі, США. «Вартісно-орієнтоване управління – це підхід в менеджменті при якому компанія об'єднується у спільному прагненні, аналітичних методах та управлінських процесах для максимізації її вартості, зосередивши увагу на прийнятті ключових управлінських рішень».

Загалом основними відмінними ознаками визначень вартісно-орієнтованого управління є:

– Система управління. «VBM є інструментом управління, системою контролю, апаратом, який використовується для інтеграції ресурсів і завдань для досягнення поставлених цілей організації ». Це визначення у 1998 році дав економіст із США К. Мерчанд [244].

– Підхід до управління «Вартісно-орієнтоване управління – це спосіб діяльності чи набір дій, які поширюють важливість вартості на всю компанію. Це надійний дисциплінований процес, що закладений в основу всіх бізнес рішень». Авторами даного підходу є американські вчені Р. Морін та С. Джарел [249].

– Максимізація акціонерної вартості. Метою вартісно-орієнтованого управління є створення найбільшої вартості активів або надання даним активам якостей найбільш цінних інвестицій.

Максимізація вартості також обумовлює бачення бізнесу, заснованого на очікуваних результатах.

Серед російських вчених слід звернути увагу на роботи Волкова Д.Л [38, 39]. У своїх роботах він детально розглядає теорію вартісно-орієнтованого управління. В основі концепції VBM лежить визнання того, що основною метою комерційної організації є зростання її вартості для власників (акціонерів). Відповідно, всі рішення компанії повинні бути спрямовані на досягнення цієї мети. У цьому сенсі Волков Д.Л. розуміє VBM як всеосяжну систему управління організацією, націлену на максимізацію найбільш вірогідної вартості, яка повинна бути створена бізнесом, при якому оцінка результатів діяльності організації та застосовувані системи винагороди ґрунтуються на показниках доданої вартості. Значний внесок в розвиток концепції вартісно-орієнтованого управління зробила доктор економічних наук І.В. Івашковська. Так у своїх роботах вона детально розглянула і проаналізувала концепцію вартісно-орієнтованого управління як різносторонню інновацію. У І.В. Івашковської, на концептуальному рівні, під вартісно-орієнтованим управлінням розуміється система нових принципів фінансового аналізу, яка націлена на виявлення змін в інвестиційній вартості компанії незалежно від форми її власності (відкрита чи закрита) шляхом оцінки створеного за рік економічного прибутку. Аналіз повинен будуватися в ракурсі трьох фінансових вимірів компанії, які характерні їй протягом усього життєвого циклу: ліквідність, інвестиційний ризик та інвестиційна

вартість [71].

Не зважаючи на те, що концепція вартісно-орієнтованого управління вже тривалий час впроваджується на підприємствах і показала свою ефективність, разом з плюсами вона має як свої переваги, так і недоліки. Серед основних переваг концепції VBM є можливість її використання всередині компанії (тобто на всіх етапах створення вартості); в той же час ця концепція буде зрозумілою для зовнішніх користувачів; вона являє собою зручний інструмент порівняння; має позитивний ефект для аналізу розподілу ресурсів; дозволяє краще зрозуміти альтернативні переваги інвестиційних джерел; може використовуватися як інструмент аналізу стратегії компанії; виявляє позитивний ефект на загальний фінансовий результат; допомагає менеджменту компанії сфокусуватися на факторах, що створюють вартість і дозволяє створити більш високу акціонерну вартість.

Серед недоліків виділимо те, що існує багато різних видів показників і методик розрахунку.

Особливо слід відмітити такі недоліки цієї концепції: неточність розрахунків для компаній малого бізнесу через складність прогнозування вартості грошових потоків; великі затрати по її практичному впровадженню; велика ступінь складності проведення розрахунків; складність переведення показників бухгалтерського обліку в показники, що мають економічну суть; складність вимірювання ключових показників теорії вартісно-орієнтованого менеджменту.

Можна зробити висновок про те, що цей підхід менеджменту ґрунтується на розгляді поточних і прогнозованих ключових фінансових результатів діяльності компанії за допомогою застосування моделей дисконтування майбутніх грошових потоків. Однак на практиці застосування в управлінні винятково цього підходу може не дати очікуваних результатів. Це зумовлено тим, що найчастіше заплановані результати можуть значною мірою відрізнятись від дійсних. Також слід відзначити той факт, що розглянуті визначення «вартісного управління» враховують, не всі ключові

показники, які характеризують ефективність діяльності компанії і, як наслідок, здатні впливати на саму вартість компанії.

Отже, потрібно запропонувати визначення «вартісного управління», яке більш всебічно розглядає чинники, що здатні безпосередньо впливати на вартість компанії. На думку автора, наступне визначення більшою мірою розкриває суть концепції менеджменту, спрямованої на створення вартості: вартісно-орієнтоване управління (Value Based Management, VBM) – це підхід менеджменту, який при прийнятті будь-яких управлінських рішень ґрунтується на обліку всіх видів витрат та доходів, як поточних, так і перспективних, що здатні впливати на зміну вартості компанії.

Слід зазначити, що при застосуванні вартісно-орієнтованого управління повинні також враховуватися альтернативні витрати та доходи, наприклад за допомогою використання моделей дисконтування.

Крім того, вітчизняні умови функціонування підприємств формують особливості, які повинні враховуватися при впровадженні такого напрямку в практику господарювання.

Вартість є найкращим орієнтиром для прийняття рішень, і сьогодення вимагає від менеджерів активних дій, спрямованих на максимізацію вартості.

Вивченню основних методологічних підходів до оцінки вартості підприємства присвячено роботи Грязнової А.Г. [51] та Щербакова В.О. [213]; Момот Т.В. [119] розкриває можливості застосування міжнародних підходів до оцінки вартості в умовах діяльності українських підприємств будівельної галузі.

Проведено огляд авторефератів за аналогічною тематикою дослідження щодо оцінки вартості бізнесу (додаток А) [68, 132, 105, 37, 41, 84, 122, 90, 97, 98, 99, 134, 210, 162, 59, 46, 69, 14, 29, 206, 13], Тертична Н.В. розглядає комплексну оцінку вартості підприємства, яка полягає в проведенні корегувань вартості підприємства, одержаної на основі застосування майнового підходу, з урахуванням потенціалу фінансово-економічної стійкості та можливостей економічного зростання підприємства,

а також впливу ризику й інфляції [174], Попович Д.В. розглядає процеси формування, оцінки та управління ринковою вартістю акцій як об'єкта управління їх інвестиційною привабливістю [160], Жижко К. В. акцентує увагу на методичному забезпеченні порівняльного підходу при проведенні оцінки вартості підприємства шляхом удосконалення розрахунку мультиплікаторів з урахуванням наявності та стадій розвитку кризових явищ, що дозволяє, на відміну від існуючих методів, наблизити прогнозну вартість підприємства до ринкової вартості залежно від моменту здійснення оцінки [66].

Актуальність подальшого дослідження питань вартісно-орієнтованого управління зумовлена недостатнім рівнем наукових розробок у цій сфері та необхідністю обґрунтування логічної послідовності факторів створення вартості, порядку їх субординації та взаємодії; управління грошовими потоками; визначення ставки дисконтування та врахування ризиків; удосконалення звітності щодо фінансових результатів та руху грошових коштів.

Принципи оцінки бізнесу. Три групи взаємопов'язаних принципів оцінки: 1. Засновані на уявленнях власника; 2. Пов'язані з експлуатацією власності; 3. Зумовлені дією ринкового середовища. Класифікацію принципів наведено на рисунку 1.2.

Перша група принципів:

Принцип корисності полягає в тому, що чим більше підприємство здатне задовольняти потребу власника, тим вище його вартість.

Принцип заміщення свідчить про те, що максимальна вартість підприємства визначається найменшою ціною, за якою може бути придбаний інший об'єкт з еквівалентною корисністю.

Принцип очікування полягає у визначенні поточної вартості доходу або інших вигод, які можуть бути отримані в майбутньому від володіння даним підприємством.

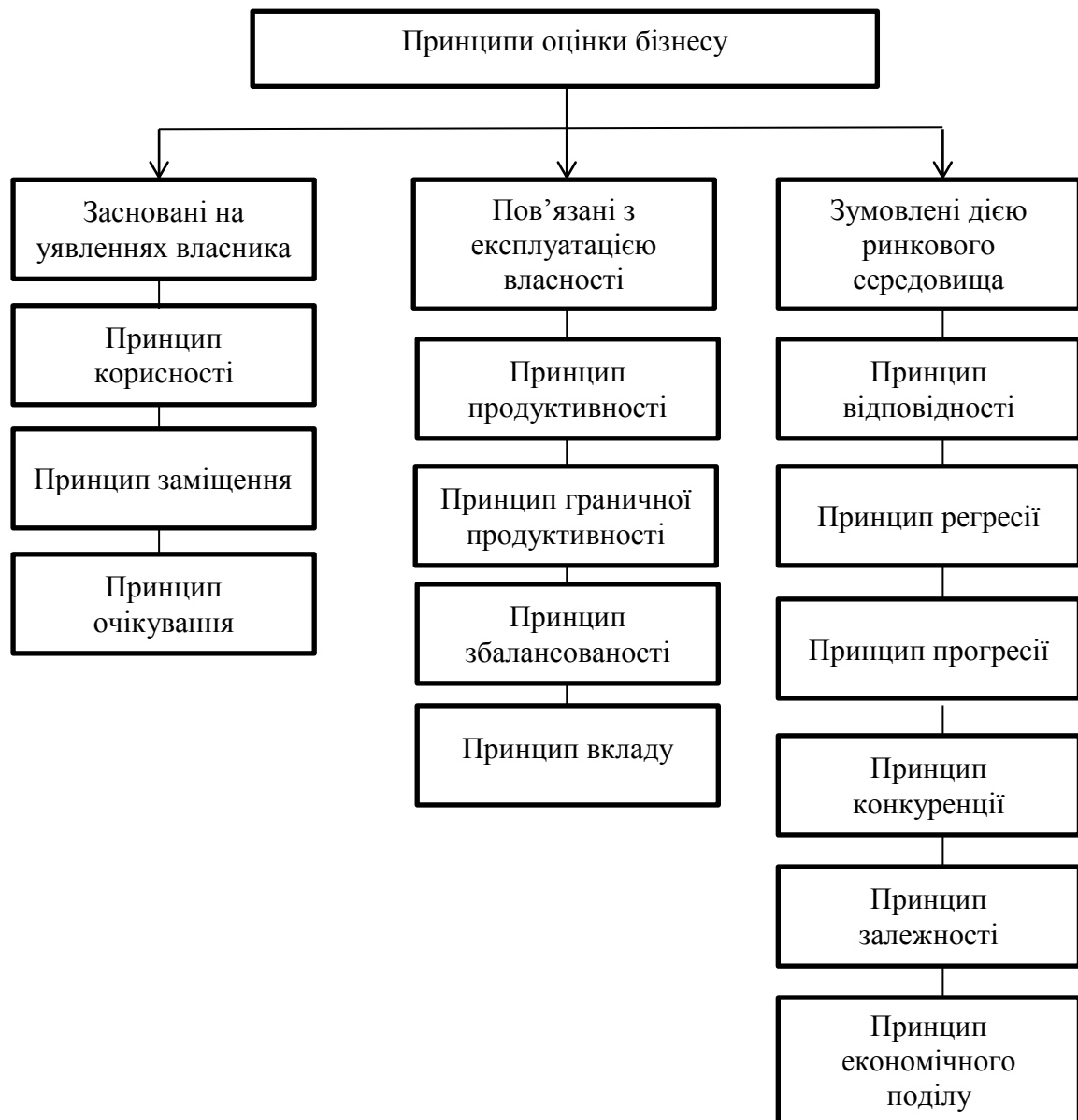


Рис. 1.2 – Принципи оцінки бізнесу

Друга група принципів:

Принцип вкладу зводиться до наступного: включення будь-якого додаткового активу в систему підприємства економічно доцільно, якщо отримуваний приріст вартості бізнесу більше витрат на придбання цього активу.

Принцип продуктивності може бути результатом того, що земля дає можливість користуватися видобувати максимальні доходи або до бокового вівтаря зменшувати витрати. Залишкова продуктивність земельної ділянки

визначає мінімізувати витрати на менеджмент, робочу силу і експлуатацію капіталу.

Принцип граничної продуктивності зводиться до наступного: найбільша ефективність підприємства досягається при об'єктивно обумовленої пропорційності факторів виробництва. Різні елементи системи підприємства повинні бути узгоджені між собою по пропускній здатності й іншим характеристикам.

Принцип збалансованості свідчить, що максимальний дохід від підприємства можна отримати при дотриманні оптимальних факторів виробництва.

Третя група принципів:

Принцип відповідності, згідно з яким підприємства, які не відповідають вимогам ринку по оснащеності виробництва, технології, рівнем прибутковості і т.д., скоріше всього будуть оцінені нижче середнього.

Принцип регресії характеризує наявність надмірностей на підприємстві поліпшень, які будуть оцінені ринком нижче витрат на їх формування.

Принцип прогресії має місце, коли в результаті функціонування сусідніх об'єктів, що забезпечують кращу інфраструктуру, зраджують підприємству додаткову вартість і ринкова вартість, таким чином, збільшується.

Принцип конкуренції зводиться до того, що якщо очікується загострення конкурентної боротьби, то при прогнозуванні майбутніх прибутків даний фактор можна врахувати або за рахунок прямого зменшення потоків витрат, або шляхом збільшення фактору ризику, що знову ж знизить поточну вартість майбутніх доходів.

Принцип залежності встановлює залежність вартості підприємства від зовнішнього середовища.

Принцип економічного поділу свідчить, щоб майнові права слід розділити на дві або більше майнових інтересів і з'єднати їх таким чином, щоб збільшити загальну вартість об'єкта.

Методи оцінки визначаються залежно від мети її проведення. Визначення причин і цілей проведення оціночної діяльності є підставою для вибору варіанту здійснення оцінних процедур. У таблиці 1.1 подано класифікацію існуючих цілей оцінки бізнесу за групами суб'єктів оцінки.

Таблиця 1.1

Класифікація цілей оцінки бізнесу

Суб'єкт оцінки	Мета оцінки
Підприємство як юридична особа	Забезпечення економічної безпеки
	Розробка планів розвитку підприємства
	Випуск акцій
	Оцінка ефективності менеджменту
Власники	Вибір варіанту розпорядження власністю
	Складання балансів при реструктуризації
	Обґрунтування ціни купівлі-продажу підприємства або його частки
	Встановлення розміру виручки при впорядкованій ліквідації підприємства
Кредитні установи	Перевірка фінансової дієздатності позичальника
	Визначення розміру позики, що видається під заставу
Страхові компанії	Встановлення розміру страхового внеску
	Визначення суми страхових виплат
Фондові біржі	Розрахунок кон'юнктурних характеристик
	Перевірка обґрунтованості котирувань цінних паперів
Інвестори	Перевірка доцільності інвестиційних вкладень
	Визначення допустимої ціни купівлі підприємства з метою включення його в інвестпроект
Державні органи	Підготовка підприємства до приватизації
	Визначення оподатковуваної бази для різних видів податків
	Встановлення виручки від примусової ліквідації через процедуру банкрутства

При оцінці підприємств особливо важливий аналіз наступних внутрішніх факторів:

- цінова політика та якість продукції (впливають на попит);
- ступінь зношеності обладнання (впливає на вагу витратного підходу в підсумковому узгодженні);
- фінансовий стан (основа для прогнозування доходів, істотно впливає на вартість бізнесу);

- диверсифікація виробництва (окремо враховується при визначенні ставки дисконтування);
- взаємини зі споживачами та постачальниками, рівень управління, кадровий склад підприємства, нематеріальні активи підприємства (фірмове ім'я, знаки, патенти, технології, маркетингова система тощо);
- ступінь контролю (в середньому на 20 – 35% може вплинути на підсумкову вартість пакету акцій).

Аналіз факторів, що впливають на вартість підприємства, стає важливим завданням, вирішення якого є необхідним для отримання обґрунтованої вартості бізнесу.

Для цього необхідно звернутись до нормативно-правової бази, яка регулює оціночну діяльність та проаналізувати понятійну базу різних країн, що дозволить виявити проблеми адаптації світових досліджень та практичних знань до національної діяльності у цій галузі.

Зарубіжний досвід свідчить про складність і трудомісткість процедури розробки і узгодження понятійної та нормативно-правової бази оцінки, так як ця діяльність зачіпає безліч суміжних областей діяльності – бухгалтерський облік, аудит, іпотечне кредитування, страхування, оподаткування.

Найбільшого розвитку оцінка бізнесу набула у зарубіжних країнах, тому для викладення понятійної бази доцільно вивчити не тільки національні розробки в галузі оцінки, а насамперед міжнародні. Для розгляду понятійної бази використовуються Міжнародні стандарти оцінки (IVS), Європейські стандарти оцінки (TEGOVA), Федеральні стандарти Російської Федерації (ФСО) та національні стандарти.

Міжнародні стандарти оцінки (МСО) розробляються Міжнародним Комітетом по стандартам оцінки – IVSC, міжнародною організацією, що об'єднує понад 50 країн світу. Основним завданням таких стандартів є досягнення узгодженості між національними стандартами оцінки і стандартами, які найбільш підходять для потреб міжнародного співтовариства. МСО має деяку єдину основу, міцний фундамент, що

відображає єдність економічних принципів, що не залежать від політичних кордонів.

До регіональними стандартами відносять, насамперед, Європейські стандарти оцінки (ЕСО), які виконують ті ж функції, що і МСО, але їх можна назвати більш деталізованими, чіткими, всеохоплюючими. Однак дія цих стандартів поширюється саме на європейські країни, оскільки оцінна діяльність в Європі має свою специфіку.

Національні стандарти відображають:

- внутрішню політику і усталені принципи практичної діяльності;
- національні політичні і суспільні цілі;
- вплив найрізноманітніших звичаїв і мовних особливостей.

Поняття оцінки, в цілому, має споріднене трактування в усіх нормативно-правових документах, хоча в міжнародних та національних стандартах дається більш детальне трактування процедури оцінки, в той час, як в стандартах TEGOVA та в федеральних стандартах визначене поняття оцінки [60, 182].

Згідно Міжнародним стандартам процедура оцінки – це акт, спосіб і техніка виконання кроків методу оцінки.

За Європейськими стандартами оцінкою називається процес визначення вартості об'єкта цивільного обороту і цивільних відносин, потенційно здатного приносити або реально приносить користь, вигоди або збитки, щодо якої законодавством Російської Федерації встановлена можливість отримання зазначених користі і вигоди або відшкодування збитків.

Федеральні стандарти надають наступне трактування оцінки бізнесу – це акт або процес вироблення укладення або розрахунку вартості бізнесу або підприємства або частки в них.

В Україні за період з 2001 р. до теперішнього часу були прийняті основні нормативно-правові акти, що регламентують оцінку бізнесу: Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну

діяльність в Україні» [165], Національний стандарт оцінки № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [164] та Методика оцінки майна [163].

Національні стандарти визначають оціночні процедури як дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінку, що збігається з міжнародними стандартами [Національний стандарт №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п>].

Таким чином, поняття оцінки є спільним для всіх основних стандартів та не має значних розбіжностей.

Іншим ключовим поняттям оціночної діяльності є ринкова вартість. Підходи до трактування цього поняття у різних стандартах наведено в таблиці 1.2 – Порівняння визначення терміну «Ринкова вартість» [127, 124, 125, 126, 104, 60, 182].

Таблиця 1.2

Порівняння визначення терміну «Ринкова вартість»

Міжнародні стандарти оцінки (IVS)	Федеральні стандарти оцінки (ФСО)
<i>Ринкова вартість</i> є представленням мінової вартості або тієї грошової величини, яку можна отримати за власність, якщо вона буде виставлена на продаж на відкритому ринку на дату оцінки за умови дотримання вимог, зазначених у визначенні ринкової вартості.	<i>Ринкова вартість</i> об'єкта цивільного обороту – це розрахункова грошова сума, яка може бути сплачена в обмін на зазначений об'єкт в моделюється оцінювачем комерційній угоді на дату оцінки між заінтересованим покупцем та зацікавленим продавцем на відкритому ринку в умовах конкуренції серед готових продати продавців і готових купити покупців, коли сторони діють компетентно, розважливо і без примусу, розташовуючи всією необхідною інформацією, а на величині ціни угоди не відбиваються які-небудь надзвичайні обставини.
Європейські стандарти оцінки (TEGOVA)	Національні стандарти оцінки
<i>Ринкова вартість</i> - це розрахункова сума, за яку майно слід обмінювати на дату оцінки між готовим купити покупцем і готовим продати продавцем в комерційній угоді після належного маркетингу, під час якої кожна сторона діяла компетентно, розважливо і без примусу.	<i>Ринкова вартість</i> - вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу.

Існують декілька підходів до оцінки вартості компанії. Провівши аналіз нормативно-понятійної бази оціночної діяльності на міжнародному та національному рівні, було виявлено, що найбільш поширеними та загальноприйнятими є наступні підходи: дохідний, витратний та порівняльний. Саме ці підходи визначаються у стандартах оцінки, як основні для проведення оцінки.

За Національними Стандартами витратний підхід ґрунтується на врахуванні принципів корисності і заміщення. Він передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення).

Дохідний підхід базується на врахуванні принципів найбільш ефективного використання та очікування, відповідно до яких вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу.

Порівняльний підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення та попиту і пропонування. Порівняльний підхід передбачає аналіз цін продажу та пропонування подібного майна з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння та об'єктом оцінки.

Поняття щодо підходів до оцінки бізнесу, які наведені в міжнародних та національних стандартах, мають споріднене значення, що зумовлене тим, що національні стандарти розроблюються на базі міжнародних.

Ні в США, ні в Європі «нормативи» або «стандарти» оцінки не розглядаються як непорушна сукупність законів. Тому одним з основних завдань IVSC є досягнення узгодженості між національними стандартами оцінки і стандартами, які найбільше відповідають потребам міжнародного співтовариства.

1.2 Загальна характеристика порівняльного підходу: методи, переваги та недоліки

В світовій практиці до вартісно-орієнтованого підходу застосовуються такі підходи до оцінки вартості:

– дохідний – застосовується у тих випадках, коли відомо, що у майбутньому об'єкт оцінки зможе генерувати прибуток, тому оцінка здійснюється з урахуванням усіх можливих ризиків [39].

– витратний – застосовується у тих випадках, коли оцінюються об'єкти нового будівництва, спеціального призначення або з метою страхування. Цей підхід до оцінки вартості бізнесу важко застосовувати при оцінюванні унікальних історичних об'єктів [63].

– порівняльний – ефективний у тому разі, якщо на ринку оцінюється досить багато схожих об'єктів [63, 70].

– опціонний дозволяє зв'язати воедино оцінку вартості акцій і оцінку вартості кредиту у рамках цілісної моделі [78].

В той же час законодавством України передбачені три підходи до оцінки вартості бізнесу – це порівняльний, затратний та дохідний. Затратний підхід до оцінки вартості бізнесу – це спосіб оцінки майна, заснований на визначенні витрат на створення, зміну, ліквідацію майна з урахуванням усіх видів зносу. При використанні цього підходу визначаються всі фактичні витрати, пов'язані з експлуатацією об'єктів нерухомості [85].

У таблиці 1.3 проаналізовано три діючих у нашій державі підходи до оцінки бізнесу.

До переваг затратного (витратного) підходу до оцінки вартості бізнесу відносять: використання цього методу для неефективних і неприбуткових підприємств, метод дозволяє отримати прийнятну ціну для продавця, тому що він враховує вартість активів і не бере до уваги потенційну прибутковість; існування достатньої кількості необхідної статистики (на відміну від порівняльного підходу).

Таблиця 1.3

Переваги та недоліки різних підходів до оцінки вартості бізнесу

Підхід	Переваги	Недоліки
Дохідний	<ul style="list-style-type: none"> – враховує майбутні очікування; – враховує ринковий аспект через ставку дисконту; – враховує економічне застарівання; – є універсальним 	<ul style="list-style-type: none"> – трудомісткість прогнозування; результати мають імовірнісний характер; – складність отримання інформації для проведення розрахунків; – певний суб'єктивізм, який обумовлюється ймовірнісною природою передбачуваних прибутків
Порівняльний	<ul style="list-style-type: none"> – цілком ринковий метод; – відображає реальне співвідношення попиту та пропозиції, практику угод; – дозволяє врахувати при оцінці унікальність кожного об'єкту 	<ul style="list-style-type: none"> – заснований на минулому без урахування майбутніх очікувань; – вимагає великого числа виправлень; – труднощі зі збору необхідної інформації
Витратний	<ul style="list-style-type: none"> – ґрунтується на реально існуючих активах; <li style="padding-left: 20px;">– єдиноможливий для деяких видів підприємств; – дозволяє відобразити фактичні здійснені витрати підприємства 	<ul style="list-style-type: none"> – не враховує деяких нематеріальних активів; – не враховує майбутніх очікувань; – не враховує ефективність використання активів; – оцінка, що отримана за допомогою такого методу рідко відповідає дійсній вартості активів в умовах ринку

Оцінку бізнесу за допомогою майнового підходу варто проводити, коли необхідно визначити вартість майнового комплексу і нематеріальних активів. Він використовується з погляду понесених витрат, а також суми, яка буде необхідна для відтворення та заміщення об'єкту. Цей метод доцільно використовувати при продажу окремих частин бізнесу, при ліквідації компаній та їх страхуванні, під час приватизації державних підприємств [86]. Недоліками майнового підходу до оцінки вартості бізнесу є: балансова вартість майна ніколи не відповідає її ринковій вартості; іноді виникають труднощі з розрахунком зносу об'єкту (наприклад, коли будівлі більше 10 років). Бувають випадки, коли при застосуванні витратного підходу виникають проблеми, пов'язані з невідповідністю витрат на побудову нового об'єкту і вартістю відтворення старого об'єкту, тобто побудувати новий об'єкт дешевше ніж відновити старий [86].

Порівняльний підхід до оцінки вартості бізнесу базується на порівняльному аналізі цін продажу об'єктів, подібних до об'єкта оцінки, і внесенні відповідних корегувань з метою урахування відмінностей між об'єктами аналогами й об'єктом оцінки, у результаті чого визначається вартість оцінюваного об'єкта. Порівняльний підхід рекомендується для визначення вартості при наявності активного ринку даного виду об'єктів [78]. Порівняльний підхід має наступні переваги перед іншими підходами до оцінювання вартості бізнесу: статистично обґрунтований; достатньопростий в застосуванні і дає надійні результати; під час оцінки вартості бізнесу за допомогою порівняльного підходу вносять корегування з урахуванням відмінностей порівнюваних об'єктів; у цінах продажів відображають зміну фінансових умов і інфляцію; у підсумковій вартості відображається думка типових продавців і покупців. Перевагою цього методу є те, що він достатньо простий у розумінні та застосуванні. Його використання буде доречним, коли на підприємстві існують підприємства-аналоги і необхідно швидко провести її оцінку. Також перевагою порівняльного підходу є той факт, що ціна визначається ринком, тому виключається можливість отримання недостовірної вартості підприємства у зв'язку з проведенням некоректних розрахунків. В основу оцінки покладена реальна інформація, що відображає поточну діяльність підприємства, тому проведення оцінки порівняльним методом є більш достовірним ніж, наприклад, проведення оцінки шляхом дисконтування майбутніх доходів. На оцінку вартості компаній порівняльним методом впливає сучасна ринкова ситуація [85].

До недоліків порівняльного підходу можна віднести такі його якості: складність збору інформації про дійсні ціни продажів; залежність від активності ринку; залежність від стабільності ринку; відмінності продажів; складність узгодження даних про продажі, що істотно розрізняються; проблематичність збору інформації про специфічні умови операції.

Дохідний підхід до оцінки вартості бізнесу – це підхід, який спирається на принципах очікування та найбільш ефективного використання і вкладу:

вартість об'єкту прирівнюється до сумарної вартості майбутніх доходів, очікуваних від його використання найбільш ефективним чином, який включає дохід від можливого продажу об'єкту [85]. Дохідний метод має наступні переваги: вартість оцінки залежить від прибутку, який може принести об'єкт оцінки; враховує інтереси інвестора; доцільність використання, у випадках, коли очікується, що майбутні доходи будуть значно перевищувати теперішні. Вагомою перевагою використання доходного підходу є можливість проведення комплексної системної оцінки, коли потрібно оцінити не окремі об'єкти підприємства, а повністю весь майновий комплекс [94]. Так само, як і переваги, дохідний підхід має свої недоліки: високий ступінь ризику; істотна суб'єктивна сторона. Так як оцінка бізнесу у доходному підході проводиться на основі майбутніх очікувань, то такі дані носять достатньо умовний характер. Існує можливість впливу негативних чинників, які потягнуть за собою зміну вартості об'єкту [94].

Найчастіше для оцінки вартості бізнесу на Україні використовується дохідний підхід, але іноді буває вигідніше застосувати майновий чи порівняльний підхід, або всі підходи разом. Узгодження результатів оцінки, отриманих із застосуванням витратного, доходного та порівняльного підходів, здійснюється з урахуванням мети і принципів оцінки.

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

Кожен з перелічених підходів має позитивні та негативні сторони та дозволяє виділити певні характеристики об'єкту.

Наприклад, дохідний підхід до оцінки вартості бізнесу застосовується у тих випадках, коли відомо, що у майбутньому об'єкт оцінки буде приносити гарні доходи, тому оцінка проводиться з урахуванням усіх можливих ризиків. Дохідний підхід дозволяє визначити поточну вартість майбутніх доходів.

Що стосується порівняльного підходу, то цей метод оцінки вартості

бізнесу ефективний у тому разі, якщо на ринку оцінюється досить багато схожих об'єктів. Ефективність використання цього методу знижується у тому випадку, якщо було оцінено небагато аналогічних об'єктів, і між їх оцінкою існує велика різниця в часі. Зрозуміло, що для оцінки вартості бізнесу таким методом обираються конкуруючі фірми, але, так як повністю аналогічних фірм не існує, застосовується корегуючий коефіцієнт.

Витратний підхід до оцінки вартості бізнесу застосовується у тих випадках, коли оцінюються об'єкти нового будівництва, спеціального призначення і у цілях страхування. Цей підхід до оцінки вартості бізнесу важко застосовувати у разі, коли оцінюються унікальні історичні об'єкти.

Найчастіше для оцінки вартості бізнесу на Україні використовується дохідний підхід, але іноді буває вигідніше застосувати майновий чи порівняльний підхід. Наприклад, кожен із перелічених підходів може застосовуватись для перевірки вартості бізнесу, яку було проведено іншим способом.

Пріоритетними шляхами розвитку оцінки вартості бізнесу на Україні є оцінка підприємств різної галузевої приналежності різними оцінювачами, тому що оцінка бізнесу потребує комплексного підходу, який дозволить врахувати вплив таких факторів, як ризик, можливість економічного зростання підприємства, інфляцію та потенціал економічної стійкості підприємства.

Вартісно-орієнтований підхід є актуальним для аналізу ефективності управління акціонерним товариством. Використання цього підходу надає такі переваги: стабільність підприємства на ринку і стимулювання постійного притоку інвестиційного капіталу. Завдяки максимально повному моніторингу виробництва, підхід надає інформацію про точки «зростання», а також про всі витрати і можливі ризики. Крім цього, підхід дозволяє виділити ключові фактори вартості і на їх основі створити якісну систему управління бізнесом. Недоліками використання цього підходу до аналізу ефективності управління підприємством є неточність розрахунків, через складність прогнозування

вартості грошових потоків та великі затрати на його практичне застосування.

Підходи до оцінки вартості цінних паперів із застосуванням мультиплікаторів в рамках застосування порівняльного підходу розглядаються у роботі Б. Грехема і Д. Додда «Аналіз цінних паперів» [235].

У роботі в якості стандартної методики оцінки пропонується використання мультиплікатора Р/Е (ціна / прибуток на акцію).

Для відбору фінансових показників потенційно можливих для включення в розроблювану модель автором було розглянуто 9 методик аналізу фінансово-господарського стану підприємства, затверджених міністерствами й відомствами України (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Методики аналізу фінансово-господарського стану підприємства,
затверджених міністерствами й відомствами України

Методика	Методика аналізу фінансово-господарського стану підприємства	Міністерствами й відомствами України
Методика 1	Методика аналізу фінансово-господарської діяльності підприємств державного сектору економіки [106]	Міністерства фінансів України
Методика 2	Методика формування небанківськими фінансовими установами резерву для покриття ризиків неповернення основного боргу за кредитами, гарантіями, поруками, придбаними цінними паперами, іншими видами заборгованості, визнаними нестандартними (Розділ 2 – Оцінка фінансового стану клієнта) [109]	Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України
Методика 3	Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій [107]	Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій
Методика 4	Методики проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій [108]	Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій
Методика 5	Порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації [161]	Міністерства фінансів України та Фонду державного майна України
Методика 6	Методичні рекомендації по аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій [111]	Державна податкова адміністрація України
Методика 7	Методичні рекомендації щодо проведення аналізу фінансового стану підприємства-боржника при отриманні відстрочок (розстрочок) [113]	Державної податкової адміністрації України
Методика 8	Методичні рекомендації щодо виявлення	Міністерства економіки

Методика	Методика аналізу фінансово-господарського стану підприємства	Міністерствами й відомствами України
	ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства [112]	України
Методика 9	Методична рекомендації щодо підготовки аудиторського висновку при перевірці відкритих акціонерних товариств та підприємств-емітентів облігацій (крім банків) (підрозділ «Аналіз показників фінансового стану акціонерного товариства та підприємства-емітента облігацій») [110]	Аудиторської палати України

Для відбору фінансових коефіцієнтів, що потенційно можуть бути включені в модель розрахункової побудови цінового мультиплікатора, автором був проведений аналіз структурного складу зазначених методик за групами показників (табл.1.5). За даними з таблиці, для Методики № 1 не характерний розподіл фінансових коефіцієнтів за аналітичними групами, до складу використовуваних в ній коефіцієнтів аналізу ефективності фінансово-господарської діяльності (14 коефіцієнтів) включені показники з різних аналітичних груп – майнового стану, рентабельності, оборотності, фінансової стійкості, ліквідності. Подібна ситуація присутня в Методиці № 7 – окремо виділені показники майнового стану, а коефіцієнти ліквідності, оборотності, платоспроможності згруповані разом (11 коефіцієнтів) і утворюють групу показників кредитоспроможності (надійності) підприємства-боржника. Також в аналізованих методиках присутні розбіжності щодо формування аналітичних груп показників – так, Методики № 2, № 6 об'єднують показники платоспроможності з показниками ліквідності в одну групу, а Методики № 3 і № 5 – з показниками фінансової стійкості (незалежності), Методика № 4 розділяє окремо показники ліквідності (визначаються показником абсолютної ліквідності підприємства), платоспроможності і фінансової стійкості. Відбір показників фінансово-економічного стану, які будуть включені в модель оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором, проведено в два етапи.

Таблиця 1.5

Структура аналізованих методик за групами показників

Група показників	Кількість показників групи в методиці									Кількість згадувань
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Аналіз структури та динаміки балансу (активів, дебіторської заборгованості, власного капіталу, зобов'язань)	+			+		+	+	+		5
Аналіз структури та динаміки фінансових результатів	+					+	+			3
Факторний аналіз валового прибутку (збитку)	+									1
Аналіз структури та динаміки операційних витрат за економічними елементами	+									1
Аналіз структури та динаміки витрат (аналіз витрат на виробництво)	+			+		+				3
Аналіз структури доходів підприємства (за видами діяльності)	+									1
Аналіз ефективності фінансово-господарської діяльності	14									1
Показники ліквідності		3	5	1	4	7		10	4	7
Показники платоспроможності				3						4
Показники фінансової стійкості (незалежності), аналіз джерел власних коштів		2	9	4	4	2		25		6
Показники рентабельності (прибутковості)		2	5	1	4	5		6	4	7
Показники грошових потоків (аналіз руху грошових коштів)		1				1				2
Показники майнового стану (аналіз стану та використання основних фондів)			4	1	3	3	4	9	3	7
Показники ділової активності (оборотності)			8	4	8	1			8	5
Показники ринкової активності (прибутковості акцій)			3						3	2
Показники кредитоспроможності (надійності)							11			1
Загальна кількість показників у методиці	14	8	34	14	23	19	15	50	26	-

1.3 Алгоритм реалізації порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості

Застосування порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості бізнесу базується на двох важливих етапах. Перший полягає в здійсненні приведення ціни до стандартизованого виду шляхом конвертації ціни в мультиплікатори прибутку, чистої вартості активів, грошових потоків тощо. Другим етапом оцінки вартості бізнесу методами порівняльного підходу є вибір об'єктів порівняння для визначення розрахункового значення цінового мультиплікатора, що суттєво ускладнюється відсутністю ідентичних об'єктів оцінки [51].

Порівняльний підхід включає такі основні етапи оцінки ринкової вартості компанії [67]: збір необхідної інформації; складання списку аналогічних підприємств; фінансовий аналіз; розрахунок мультиплікаторів; вибір величини мультиплікатора; визначення підсумкової величини вартості компанії; внесення підсумкових коригувань.

На рисунку 1.3 відображено алгоритм реалізації порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості.

При застосуванні методу компанії-аналога і методу угод здійснюють наступна послідовність дій:

- проводиться збір і обробка інформації, що необхідна для визначення можливих аналогів об'єкта оцінки, вибору з їх числа аналогів об'єкта оцінки та розрахунку цінових мультиплікаторів;

- визначається перелік можливих аналогів об'єкта оцінки, основними елементами порівняння є характеристики подібних об'єктів оцінки за місцем його розташування, фізичними та функціональними ознаками, умовами продажу тощо. Коригування вартості подібного майна здійснюється шляхом додавання або вирахування грошової суми із застосуванням коефіцієнта (відсотка) до ціни продажу (пропонування) зазначеного майна або шляхом їх комбінування. [127];

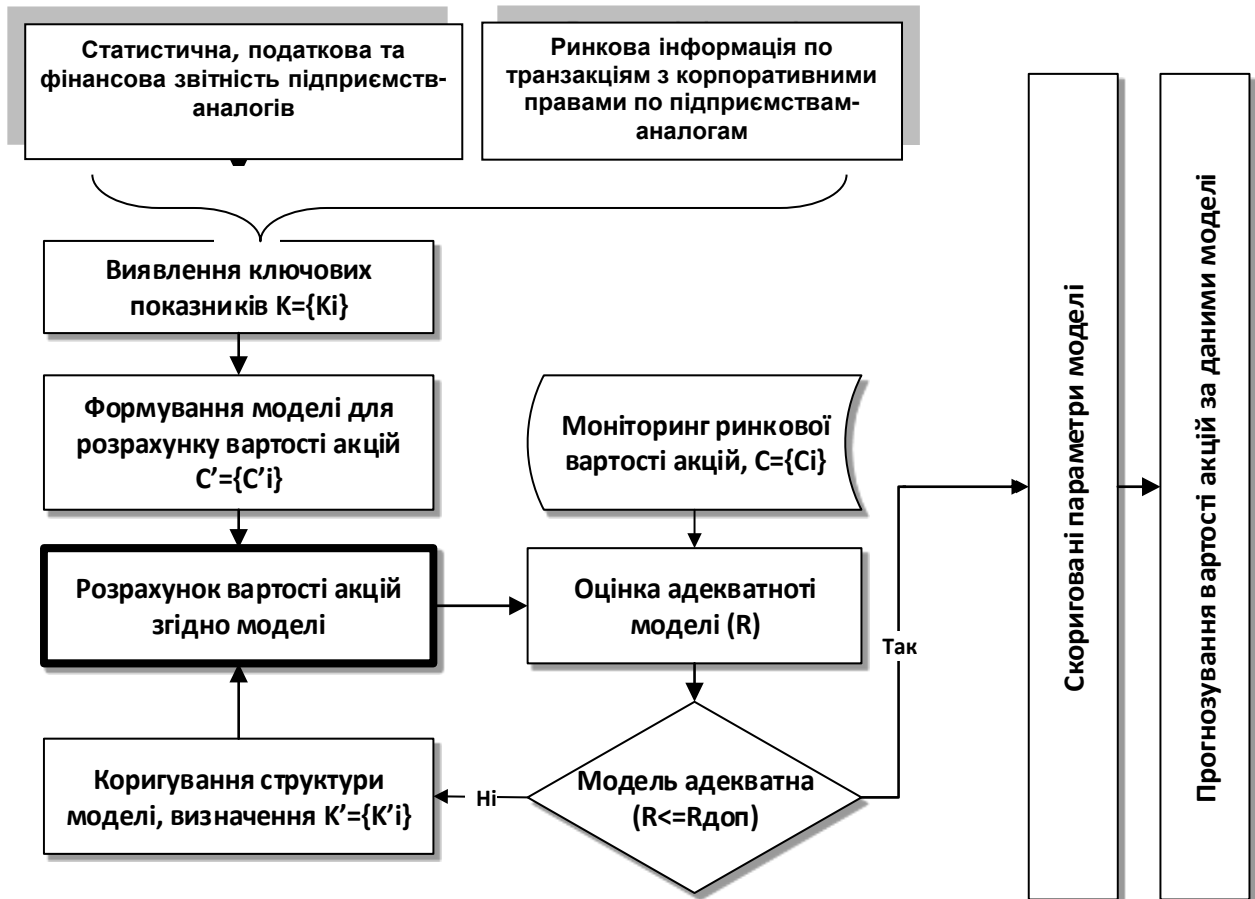


Рис. 1.3 – Алгоритм реалізації порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості

- відбираються з числа можливих аналогів об'єкта оцінки аналоги об'єкта оцінки, обґрунтовуючи такий вибір;
- визначаються ціни аналогів об'єктів оцінки, які беруться для розрахунку цінових мультиплікаторів;
- визначається склад використовуваних в розрахунках цінових мультиплікаторів і обґрунтовується їх вибір;
- визначається база порівняння по об'єкту оцінки і аналогам об'єкта оцінки за кожним з обраних цінових мультиплікаторів;
- здійснюються необхідні коригування на відмінності між об'єктом оцінки і аналогами об'єкта оцінки, як правило, на основі порівняльного аналізу кількісних характеристик об'єкта оцінки і аналогів об'єкта оцінки;

– здійснюється розрахунок цінкових мультиплікаторів по кожному аналогу об'єкта оцінки, використовуваному при розрахунку конкретного цінового мультиплікатора;

– здійснюється розрахунок вартостей об'єкту оцінки шляхом множення цінового мультиплікатора по кожному аналогу об'єкта оцінки, що використовується при розрахунку конкретного цінового мультиплікатора, на відповідну базу порівняння об'єкта оцінки;

– узагальнюються результати розрахунків вартостей об'єкту оцінки при використанні різних цінкових мультиплікаторів і аналогів об'єкта оцінки та обґрунтовуються результати їх узагальнення;

– визначається відповідність отриманих результатів принципам оцінки, характеристикам об'єкта оцінки, предмету і умовами операції, аналізується достатність і достовірність інформації, що використовується і робиться висновок щодо ступеню використання отриманого результату при виведенні підсумкової величини вартості об'єкта оцінки [103].

Для забезпечення достовірності результатів оцінки потрібно забезпечити репрезентативність вибору аналогів об'єкта оцінки та іншої інформації, що використовується. Застосування методу компанії-аналога допускається у разі використання як мінімум трьох аналогів об'єкта оцінки за кожним цінковим мультиплікатором, методу угод – як мінімум двох аналогів об'єкта оцінки по кожному цінковому мультиплікатору, що використовується.

Система інформації в оцінці вартості бізнесу. Для того щоб дати обґрунтовану оцінку вартості, необхідно зібрати інформацію по відповідному об'єкту власності. Як правило, вона включає в себе так звані [53]:

1. Загальні дані, які необхідні для оцінки вартості підприємства:

– дані про стан ринку: істотні дані про економічні, соціальні, політичні, правові та екологічні чинники, що діють на ринку. До них відносяться: ставка банківського відсотка, купівельна спроможність населення, індекси зростання цін на будівельну продукцію, індекси зміни цін на продукцію, ступінь забруднення навколишнього середовища, ступінь ризику, рівень

конкуренції та ділової активності, політична обстановка в регіоні. Цю інформацію можна отримати з центральних, місцевих і спеціальних періодичних видань, а також в результаті спеціального опитування керівників підприємства [61];

– дані про місцезнаходження підприємства – інформація про регіон, місто, район, в якому розташоване підприємство, в тому числі: рівень народонаселення, рівень зайнятості, ступінь промислового розвитку регіону з точки зору випуску даного виду продукції і т.д.

2. Спеціальні дані – дані про підприємство і порівнянних продажах.

Дані про підприємство включають інформацію про документи, що посвідчують право власності, склад учасників підприємства, їх частку в статутному капіталі та інше.

При проведенні оцінки вартості підприємства необхідно використовувати поточні і перспективні плани, а також інші документи, що визначають його розвиток на перспективу, зокрема, відомості з таких джерел інформації [2]:

– дані бухгалтерського обліку та складеної на його основі фінансової, управлінської, податкової звітності;

– статистичної звітності, дані якої дозволяють виявити певні економічні закономірності в розвитку підприємства, служать для оцінювача важливим джерелом інформації, особливо при виборі об'єктів-аналогів для проведення розрахунків;

– матеріалів внутрішньовідомчої і позавідомчої ревізії та внутрішнього аудиту;

– матеріалів лабораторного та лікарсько-санітарного контролю, що характеризують стан навколишнього природного середовища та шкідливі викиди підприємства;

– матеріалів перевірок податкової служби;

– матеріалів перевірок природоохоронних органів;

– матеріалів маркетингових досліджень;

– листування з вищестоящими організаціями, замовниками продукції підприємства, з фінансовими та кредитними організаціями, акти балансових комісій [85].

Практика оціночної діяльності показує, що основну частину відомостей для використання в розрахунках оцінювач отримує з первинних бухгалтерських документів і реєстрів бухгалтерського обліку. В даний час у практиці відбувається тісна взаємодія дисциплін професійної оцінки та бухгалтерського обліку. Оцінювачі особливо гостро відчують потребу в професійній кооперації, так як процес оцінки та звіт про оцінку повинні відповідати як професійним стандартам оцінки, так і стандартами фінансової звітності. Узгодженість стандартів фінансової звітності та стандартів оцінки полегшує професійну діяльність оцінювачів, забезпечує користувачам оціночних послуг краще розуміння звітів про оцінку.

Основні принципи відбору підприємств-аналогів. Оцінка бізнесу методом компанії-аналога заснована на використанні двох типів інформації:

1. Ринкова інформація включає дані про фактичні ціни купівлі-продажу акцій компанії, подібної з оцінюваною фірмою, а також інформацію про кількість акцій в обігу. Число акцій, на яку поділений власний капітал компанії, надає прямий вплив на вартість однієї акції. Дві компанії, що мають однакову цінність власного капіталу, можуть мати різну вартість однієї акції, якщо їх кількість в порівнюваних компаніях різна [93].

2. Фінансова інформація насамперед представлена офіційною бухгалтерською і фінансовою звітністю, а також додатковими відомостями, перелік яких визначається залежно від конкретних умов оцінки. Додаткова інформація дозволить визначити ступінь подібності аналогів з оцінюваною компанією. На її основі можна провести необхідні коректування, що усувають відмінності у фінансових і виробничих параметрах, методах ведення обліку та складання звітності, виявити надлишок або нестача власного оборотного капіталу, наявність не функціонуючих активів, внести поправки на екстраординарні події і т.д. Фінансова інформація повинна бути

представлена звітністю за поточний рік і попередній період. Інформація збирається зазвичай за 5 років. Однак цей період може бути іншим, якщо умови діяльності підприємства будуть істотно відрізнятися від тих, в яких воно працює на момент оцінки. Слід підкреслити, що фінансова інформація повинна бути зібрана не тільки по оцінюваній компанії, але і по аналогам [159]. Коригуванню підлягає вся звітність за повним списком підприємств, тому порівняльний підхід є надзвичайно трудомістким і дорогим. Крім того, як показує практика, ретельний аналіз інформації може дати негативний результат. Оцінювач приходять до висновку про відсутність необхідної подібності та неможливості застосування даного методу, хоча час і гроші витрачені.

Фінансова інформація, яку публікують одночасно з ціною, зазвичай містить мінімальні відомості про компанію. Тому більш докладні дані можуть бути отримані на підставі письмового запиту або безпосередньо на підприємстві в ході співбесіди [181]. Склад необхідної фінансової інформації залежить від конкретного об'єкта оцінки, стратегії і методології, а також стадії відбору аналогів.

Складання списку аналогічних підприємств. Процес відбору зіставних компаній здійснюється в три етапи:

– на першому етапі визначається коло підбирання. У нього входить максимально можливе число підприємств, схожих з оцінюваною фірмою. Пошук таких компаній починається з визначення основних конкурентів, перегляду списку тих компаній, що злилися, і набутих компаній за останній рік. Можливе використання електронних баз, проте така інформація потребує додаткових відомостей, тому що не буває достатньо повною. Критерії порівняльності на цьому етапі досить умовні і звичайно обмежуються схожістю галузі;

– на другому етапі складається список підприємств, що будуть розглядатися. Оскільки аналітику потрібна додаткова інформація понад офіційної звітності, він повинен зібрати її безпосередньо на підприємствах-

аналогах. Тому початковий список може скоротитися через відмову деяких фірм в представленні необхідних відомостей, а також за поганої якості, недостовірності поданої інформації. Критерії відбору повинні відповідати найважливіших характеристик фірм. Якщо аналог відповідає всім критеріям, то він може використовуватися на наступних етапах оцінки. Остаточне рішення про ступінь порівнянності підприємств приймає оцінювач;

– на третьому етапі складається остаточний список аналогів, який дозволить аналітику визначити вартість оцінюваної фірми. Включення підприємств в цей список засновано на ретельному аналізі додатково отриманої інформації. На цьому етапі аналітик посилює критерії порівнянності і оцінює такі фактори, як рівень диверсифікації виробництва, положення на ринку, характер конкуренції і т. д.

Галузева подібність. Список потенційно зіставних компаній завжди належить одній галузі, проте не всі підприємства, що входять у галузь або пропонують свої товари на одному ринку, співставні.

Залежність результатів діяльності від одних і тих же економічних чинників. Вартість капіталу будівельних компаній, що працюють в районах масового будівництва і у віддалених економічних районах, буде істотно відрізнятися при достатньому схожості інших критеріїв, таких як чисельність працюючих, складу парку будівельних машин і механізмів. Необхідно відзначити, що аналітик, виявивши відмінності, може або викреслити підприємство зі списку аналогів, або розрахувати величину коригування ціни аналога для визначення вартості оцінюваної компанії.

Стадія економічного розвитку оцінюваної компанії і аналогів. Досвідчена компанія, що пропрацювала не один рік, має незаперечні переваги і додатковий прибуток за рахунок стабільного функціонування, хорошою клієнтурою і постачальників сировини і т. д.

Розмір є найважливішим критерієм, оцінюваним аналітиком при складанні остаточного списку аналогів. Оцінка розміру компанії визначається за такими параметрами, як ступінь капіталізації, чисельність

персоналу, обсяг реалізованої продукції і послуг, обсяг прибутку, число філій і так далі. Проте ухвалення рішення про включення компанії в список тільки на основі розміру може призвести оцінювача до неправильних висновків, оскільки об'єктивно закриті компанії, найбільш часто потребують оцінкою, зазвичай менше, ніж відкриті. Крім того, оцінювач повинен враховувати, що більш велика компанія не буде автоматично мати більший прибуток тільки за рахунок свого розміру. Тому оцінювач повинен в першу чергу враховувати фактори, що забезпечують величину прибутку.

Перспективи зростання. Оцінювач повинен визначити фазу економічного розвитку підприємства, оскільки вона впливає на співвідношення частки дивідендних виплат і частки чистого прибутку, що спрямовується на розвиток підприємства. Оцінюючи перспективи зростання компанії, аналітик повинен враховувати вплив трьох основних чинників: загальний рівень інфляції; перспективи зростання, галузі в цілому та індивідуальні можливості розвитку конкретної фірми в рамках галузі; динаміка частки підприємства на ринку.

Експерт повинен уважно вивчити конкурентні переваги і недоліки оцінюваної компанії в порівнянні з аналогами. Фінансовий ризик. Рівень фінансового ризику оцінюється на підставі таких критеріїв:

- структура капіталу або співвідношення власних і позикових коштів;
- рівень ліквідності або можливості оплачувати поточні зобов'язання поточними активами;
- кредитоспроможність фірми або її здатність залучати позикові кошти на вигідних умовах.

Підсумковий список повинен включати не менше трьох аналогічних компаній.

Зіставлення фінансових показників оцінюваної компанії і фірм-аналогів.

Порівняльний підхід до оцінки підприємства передбачає використання вже існуючих прийомів і методів фінансового аналізу. Оцінювач аналізує

баланс, звіти про прибутки та збитки, додаткову інформацію, розраховує фінансові коефіцієнти. Фінансовий аналіз є найважливішим компонентом визначення порівнянності аналогічних компаній з оцінюваним підприємством. Відмінні риси фінансового аналізу при порівняльному підході виявляються в наступному:

– по-перше, тільки за результатами фінансового аналізу оцінювач приймає рішення про порівнянності і включенні тих чи інших фірм до списку компаній-аналогів;

– по-друге, фінансовий аналіз дозволяє визначити місце або ранг оцінюваної компанії серед аналогів;

– по-третє, фінансовий аналіз є основою для внесення необхідних коригувань, які забезпечують потрібне схожість оцінюваної компанії з аналогами;

– по-четверте, фінансовий аналіз дозволяє обґрунтувати ступінь довіри оцінювача до конкретного виду цінового мультиплікатора в їх загальному числі і в кінцевому рахунку визначити вагу кожного варіанта вартості при виведенні підсумкової величини.

Розрахунок мультиплікаторів. Порівняльний підхід оцінці бізнесу передбачає використання наступних основних груп мультиплікаторів:

1 група – ціна / прибуток, ціна / грошовий потік;

2 група – ціна / дивідендні виплати,

3 група – ціна / виручка від реалізації, ціна / фізичний обсяг виробництва;

4 група – ціна / балансова вартість активів.

Ціновий мультиплікатор – це коефіцієнт, що показує співвідношення між ринковою ціною підприємства або акції і фінансовою базою.

Фінансова база оцінного мультиплікатора є, по суті, вимірником, що відображає фінансові результати діяльності підприємства, до яких відносяться прибуток, виручка від реалізації.

Для розрахунку мультиплікатора необхідно:

1. Визначити величину капіталізації (кількість акцій, помножене на їх ринкову ціну) по компаніях, обраним як аналога; це дасть значення чисельника у формулі;

2. Обчислити фінансову базу (собівартість, виручку від реалізації, балансову вартість активів і т.д.) це дасть величину знаменника.

Ціна акції береться на останню дату, що передує даті оцінки, або вона представляє середнє значення між максимальною і мінімальною величинами ціни за останній місяць. В якості фінансової бази повинен виступати показник фінансових результатів або за останній звітний рік, або за останні 12 місяців, або середня величина за кілька років, що передують даті оцінки.

Розглянемо порядок розрахунку і основні правила застосування цінових мультиплікаторів:

Мультиплікатор «ціна / прибуток, ціна / грошовий потік». Ця група мультиплікаторів є найпоширенішим способом визначення ціни, тому що інформація про прибуток оцінюваної компанії і її аналогів найбільш доступна. В якості фінансової бази для мультиплікатора може використовуватися будь-який показник прибутку, який розраховується в процесі її розподілу. Тому, крім показника чистого прибутку, що обчислюється практично всіма підприємствами, можна використовувати прибуток до оподаткування, прибуток до сплати відсотків, податків і т.д. Основна вимога – повна ідентичність фінансової бази мультиплікатора, тобто мультиплікатор, обчислений на основі прибутку до сплати податків, не можна застосовувати до прибутку після сплати відсотків і податків;

Мультиплікатор «ціна / прибуток» істотно залежить від методів бухгалтерського обліку. Тому, якщо аналогом обрана зарубіжна компанія, необхідно привести системи розподілу прибутку до єдиних стандартів. Тільки після проведення всіх необхідних коригувань можна бути досягнутий необхідний рівень порівнянності, що дозволяє використовувати мультиплікатор. У якості бази для розрахунку мультиплікатора можна використовувати не тільки суму прибутку, отриману в останній рік перед

датою оцінки. Оцінювач може використовувати середньорічну суму прибутку, обчислену за останні 5 років. Оціночний період може бути збільшений або зменшений залежно від наявної інформації і наявності ситуацій, що спотворюють основну тенденцію в динаміці прибутку.

Базою розрахунку мультиплікатора «ціна / грошовий потік» може служити будь-який показник прибутку, збільшений на суму нарахованої амортизації. Отже, можна використовувати кілька варіантів даного мультиплікатора.

У процесі оцінки слід обчислити максимальне число мультиплікаторів, оскільки їх застосування до фінансової бази оцінюваної компанії приведе до появи декількох варіантів вартості, істотно відрізняють один від одного. Діапазон отриманих результатів може бути досить широким. Тому велике число використовуваних мультиплікаторів допоможе оцінювачу виявити межі найбільш обґрунтованою величини.

Цей висновок ґрунтується на математичних методах, однак існують економічні критерії, що обґрунтовують ступінь надійності і об'єктивності того або іншого мультиплікатора. Наприклад, великі підприємства краще оцінювати на основі чистого прибутку, дрібні компанії на основі прибутку до сплати податків, оскільки в цьому випадку усувається вплив відмінностей в оподаткуванні. Використання мультиплікатора «ціна / грошовий потік» переважно при оцінці підприємств, в активах яких переважає нерухомість. Якщо підприємство має достатньо високу питому вагу активної частини основних фондів більш об'єктивний результат дасть використання мультиплікатора «ціна / прибуток».

Мультиплікатор «ціна / дивіденди» може розраховуватися як на базі фактично виплачених дивідендів, і на основі потенційних дивідендних виплат. Під потенційними дивідендами розуміються типові дивідендні виплати по групі подібних підприємств, обчислені у відсотках до чистого прибутку.

Можливість застосування того чи іншого мультиплікатора даної групи

залежить від цілей оцінки. Якщо оцінка проводиться з метою поглинання компанії, то здатність виплачувати дивіденди не має значення: цих виплат може не бути, і компанія припинить своє існування у звичному режимі господарювання. При оцінці контрольного пакету слід орієнтуватися на потенційні дивіденди: інвестор отримує право контролю при реалізації варіантів дивідендної політики. Фактичні дивідендні виплати важливі і при оцінці міноритарного пакету акцій, оскільки в даному випадку інвестор не зможе впливати на керівництво компанії, щоб збільшити дивіденди навіть за наявності достатнього зростання прибутку.

Мультиплікатор «ціна / виручка від реалізації, ціна / фізичний обсяг» широко використовується при оцінці підприємств сфери послуг (реклама, страхування тощо). Безсумнівним достоїнством цих мультиплікаторів є їх універсальність, яка не вимагає складних коригувань, застосовуваних при розрахунку мультиплікатора «Ціна / прибуток».

Якщо метою оцінки є поглинання компанії, то краще орієнтуватися на мультиплікатор «ціна / виручка реалізації», так як він виключає можливість підвищення ціни за рахунок короткочасного зростання прибутку, забезпечуваного зусиллями фінансового менеджера. Однак у цьому випадку потрібно ретельно вивчити стабільність об'єму виручки від реалізації в майбутньому. Поглинання компанії супроводжується, як правило, зміною управлінського апарату і може призвести до зниження обсягів реалізації продукції.

Мультиплікатор «ціна / фізичний обсяг» є різновидом мультиплікатора «ціна/виручка від реалізації». У цьому випадку ціна зіставляється не з вартісні, а з натуральним показником, який може відображати фізичний обсяг виробництва, розмір виробничих площ, кількість встановленого обладнання, а також будь-яку іншу одиницю вимірювання потужності.

Мультиплікатор «ціна / балансова вартість активів» застосовується в основному для оцінювання холдингових компаній або при необхідності швидкої реалізації великого пакету акцій. Фінансовою базою для розрахунку

є чисті активи оцінюваної компанії і компаній-аналогів, причому за основу можна брати і балансові звіти компаній, і орієнтовну величину чистих активів, одержану розрахунковим шляхом.

Визначення підсумкової величини вартості компанії. Процес формування підсумкової величини вартості складається з трьох основних етапів:

- вибір величини мультиплікатора, яку доцільно використовувати для оцінюваної компанії;
- узгодження попередніх результатів ринкової вартості, отриманих у результаті використання різних видів цінових мультиплікаторів;
- внесення підсумкових коригувань.

Вибір величини мультиплікатора є найбільш складним і відповідальним етапом, що вимагає особливо ретельного обґрунтування, зафіксованого згодом у звіті про оцінку, яка подається замовнику.

Оскільки однакових компаній не існує, діапазон величини одного і того ж виду цінового мультиплікатора, розрахованого по всьому списку компаній-аналогів, може бути досить широким. Аналітик, насамперед, відсікає екстремальні величини мультиплікатора і розраховує його середню і медіанну величину за аналогами.

Вибір величини цінового мультиплікатора проводиться на основі аналізу фактичних середніх значень по кожному фінансовому коефіцієнту, а також позиції оцінюваної компанії по елементу порівняння. Методика пошуку аналогів зводиться до відбору компаній, чиї показники найбільш близькі до оцінюваної за такими критеріями, як:

- структура балансового звіту,
- звіти про фінансові результати,
- значення фінансових коефіцієнтів.

Для відбору аналогів можна запропонувати математичне обґрунтування: відбираються компанії-аналоги, показники яких не перевищують заданого відхилення по всьому діапазону значень від

показника оцінюваної компанії, як у бік зменшення, так і у бік збільшення. У цьому випадку перелік порівнянних компаній зменшується, однак економічна логіка не завжди збігається з математичним розрахунком і в цьому випадку всім елементам порівняння надається рівне значення.

Потім до оцінки залучаються результати фінансового аналізу, зосереджені в так званій «Зведеної таблиці фінансових коефіцієнтів». Для вибору величини конкретного виду цінового мультиплікатора використовують фінансові коефіцієнти, найбільш тісно з ним пов'язані.

Внесення підсумкових коригувань. Підсумкова величина вартості, отримана в результаті застосування усі сукупності цінових мультиплікаторів, повинна бути відкоригована у відповідності з конкретними умовами оцінки бізнесу. Найбільш типовим є наступні поправки.

Портфельна знижка представляється за наявності непривабливого для покупця характеру диверсифікації активів.

Аналітик при визначенні остаточного варіанту вартості повинен врахувати наявні функціонуєчі активи, наприклад невиробничого призначення.

Якщо в процесі фінансового аналізу виявлено або недостатність власного оборотного капіталу, або екстрена потреба в капітальних вкладеннях, отриману величину необхідно відняти. Можливе застосування знижки на низьку ліквідність.

У деяких випадках вноситься поправка у вигляді премії за надані інвестору елементи контролю. Дана поправка забезпечує універсальність методу компанії-аналога, оскільки дозволяє застосовувати його для оцінки контрольної частки власного капіталу.

Порівняльний підхід, незважаючи на достатню складність і трудомісткість розрахунків та аналізу, є невід'ємним прийомом визначення обґрунтованої ринкової вартості.

Результати, отримані даним способом, мають найбільш об'єктивну ринкову основу, якість якої залежить від можливості залучення широкого

кола компаній-аналогів.

Отже, основним фактором, що стримує застосування в практиці методу компанії-аналога і методу угод, є відсутність достатньої та достовірної цінової і фінансової інформації по вітчизняним компаніям-аналогам.

Однак, поява в останні роки фірм, що спеціалізуються на зборі та аналізі подібної інформації, а також різних електронних джерел є істотним проривом в даному напрямку. Таким чином, подальший розвиток оціночної інфраструктури сприятиме розширенню сфери використання порівняльного підходу.

Висновки до розділу 1

1. Оцінка вартості підприємства (бізнесу) – це розрахунок і обґрунтування вартості підприємства на певну дату. Оцінка вартості бізнесу являє собою цілеспрямований упорядкований процес визначення величини вартості об'єкта в грошовому виразі з урахуванням факторів, що впливають на вартість в конкретний момент часу в умовах конкретного ринку.

2. Оцінку підприємства проводять у таких цілях: підвищення ефективності поточного управління підприємством; прийняття обґрунтованого інвестиційного рішення; купівлі-продажу підприємства; встановлення частки співвласників у разі підписання або розірвання договору або у разі смерті одного з партнерів; реструктуризації підприємства; розробки плану розвитку підприємства; визначення кредитоспроможності підприємства і вартості застави при кредитуванні; страхування; оподаткування; прийняття обґрунтованих управлінських рішень; та в інших випадках.

3. Дослідження питань вартісно-орієнтованого управління зумовлена недостатнім рівнем наукових розробок у цій сфері та необхідністю обґрунтування логічної послідовності факторів створення вартості, порядку їх субординації та взаємодії; управління грошовими потоками; визначення

ставки дисконтування та врахування ризиків; удосконалення звітності щодо фінансових результатів та руху грошових коштів.

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

5. Вартісно-орієнтований підхід є актуальним для аналізу ефективності управління акціонерним товариством будівельної галузі. Використання цього підходу надає такі переваги: стабільність підприємства на ринку і стимулювання постійного притоку інвестиційного капіталу. Завдяки максимально повному моніторингу виробництва, підхід надає інформацію про точки «зростання», а також про всі витрати і можливі ризики. Крім цього, підхід дозволяє виділити ключові фактори вартості і на їх основі створити якісну систему управління бізнесом. Недоліками використання цього підходу до аналізу ефективності управління підприємством є неточність розрахунків, через складність прогнозування вартості грошових потоків та великі затрати на його практичне застосування.

6. У процесі оцінки слід обчислити максимальне число мультиплікаторів, оскільки їх застосування до фінансової бази оцінюваної компанії приведе до появи декількох варіантів вартості, істотно відрізняють один від одного. Діапазон отриманих результатів може бути досить широким. Тому велике число використовуваних мультиплікаторів допоможе оцінювачу виявити межі найбільш обґрунтованою величини.

РОЗДІЛ 2

ОЦІНКА СТАНУ ТА ПЕРСПЕКТИВ ФУНКЦІОНУВАННЯ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ В УКРАЇНІ

2.1 Оцінка стану та основних тенденції діяльності підприємств будівельної галузі України

Аналіз основних тенденцій та перспектив розвитку галузі є одним з основних етапів оцінки фінансового стану та ринкової вартості будівельних корпоративних підприємств за допомогою порівняльного підходу, так як дозволяє вивчити проблеми та напрямки розвитку будівельних підприємств.

Будівельна галузь відіграє досить важливу роль у розвитку економіки України, так як сприяє розвитку інших видів економічної діяльності, зокрема: виробництво будівельних матеріалів, торгівля будівельними матеріалами, транспорт, енергетика, нафтохімія, машинобудівна галузь, металургія і металообробка, виробництво скла, деревообробна і фарфоро-фаянсова промисловість, підвищення доходів домогосподарств, що спеціалізуються на оздоблювальних і ремонтних роботах, зростання підприємств малого бізнесу. Тобто, будівельна галузь не тільки споживає продукцію багатьох промислових галузей, а й є об'єктом обслуговування практично всіх галузей економіки. Саме тому будівельна галузь є досить чутливою до кризових явищ, що виникають в економіці країни.

Аналіз основних показників діяльності підприємств будівельної галузі з 2000 р. по 2015 р. дозволяє розділити цей проміжок часу на 2 періоди: період зростання та розвитку з 2000 р. по 2007 р. та період спаду та стагнації – з 2008 р. по 2015 р. Така періодизація розвитку будівельного сектору зумовлена економічною кризою 2008-2009 рр., внаслідок якої індекс обсягу виконаних будівельних робіт у 2009 р. був найнижчим за останні 16 років і склав 51,8% (рис. 2.1). Зростання індексу обсягу виконаних будівельних робіт у 2011 р. пов'язане з підготовкою до Євро-2012, проте активізація

діяльності підприємств будівельної галузі в цей період не привела до повного виходу з кризи, що підтверджується подальшим щорічним зменшенням індексу виконаних будівельних робіт. Значення даного показника у 2015 р. складає 77,3%.

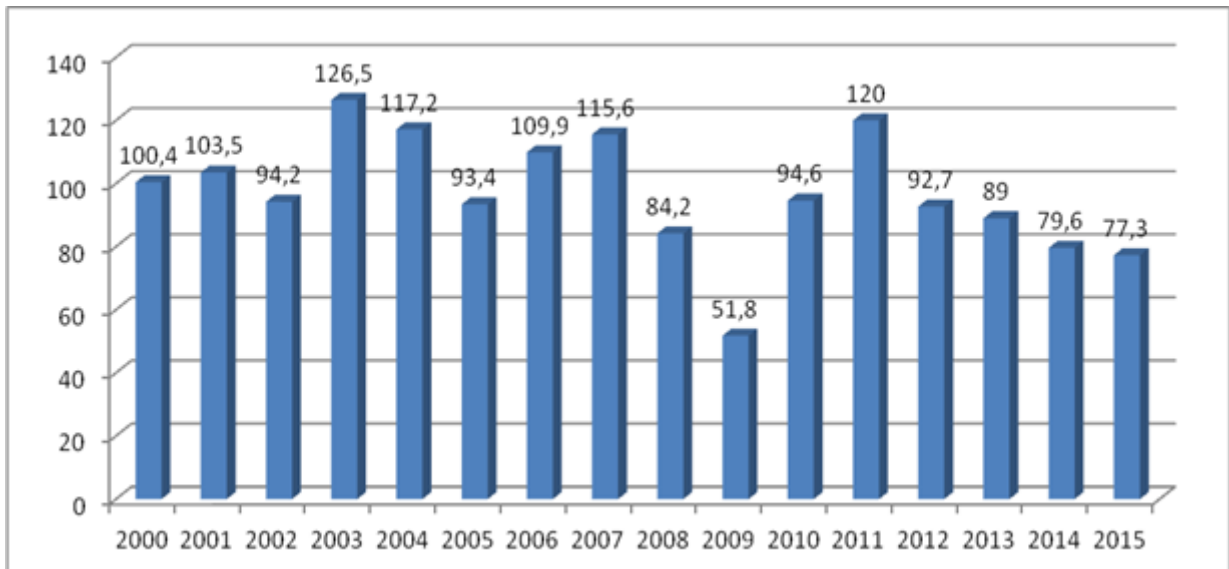


Рис. 2.1– Динаміка індексу обсягів виконаних будівельних робіт, %

Необхідно відмітити, що зменшення обсягів виконаних будівельних робіт починаючи з 2011 р. було зумовлене зменшенням кількості збудованих об'єктів інженерних споруд, тоді як кількість збудованих будівель зростала з 2010 р. по 2013 р., але також зменшилась у 2014 р. (рис. 2.2).



Рис. 2.2– Динаміка обсягів виконаних будівельних робіт за видами будівельної продукції, млн. грн.

Варто зазначити, що з 2010 р. постійно зростає кількість житлових будівель і в 2014 р. вони складають майже 50% від загальної кількості збудованих будівель, тоді як кількість нежитлових будівель зростає з 2010 р. по 2012 р. та значно зменшується з 2012 р. по 2014 р. (рис. 2.3), що вказує на нестабільну діяльність будівельних підприємств.

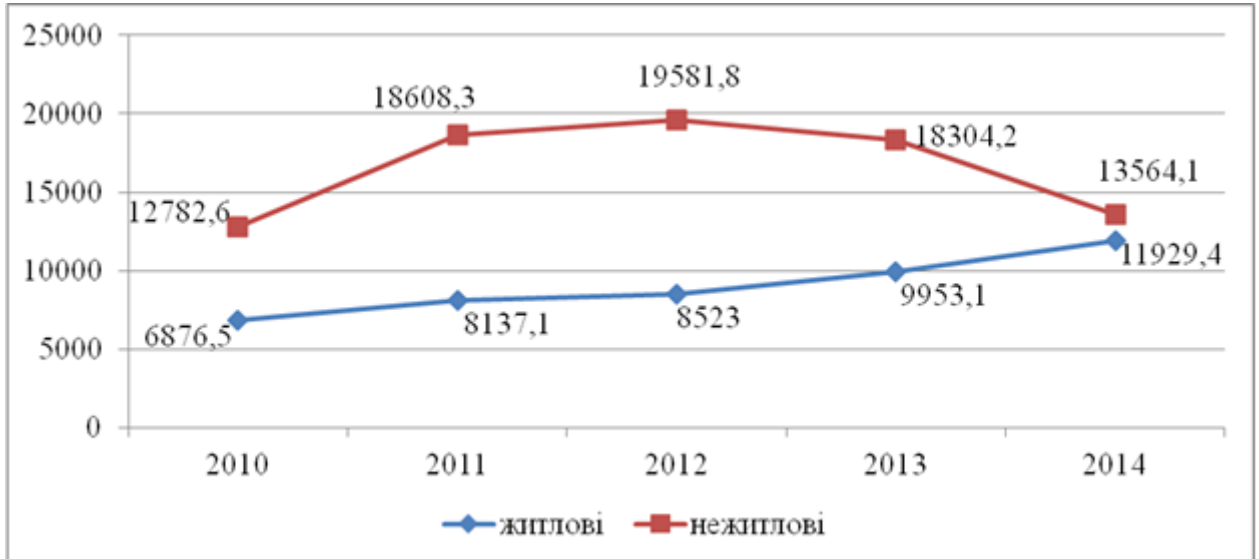


Рис. 2.3 – Динаміка обсягів будівництва будівель, млн. грн.

З 2010 р. по 2014 р. значно скоротилась кількість будівельних підприємств (рис. 2.4), що також негативно характеризує стан будівельної галузі України.

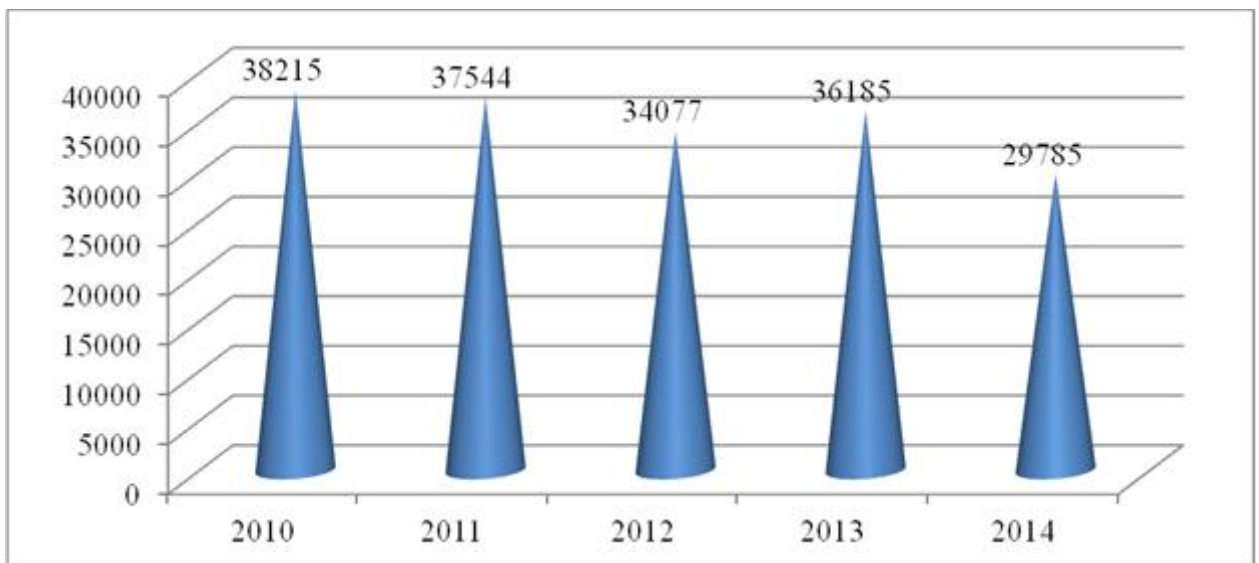


Рис. 2.4- Динаміка кількості будівельних підприємств

При цьому, досить великою залишається частка збиткових підприємств (рис. 2.5), величина яких зменшується до 2014 р. та різко зростає в 2015 р.

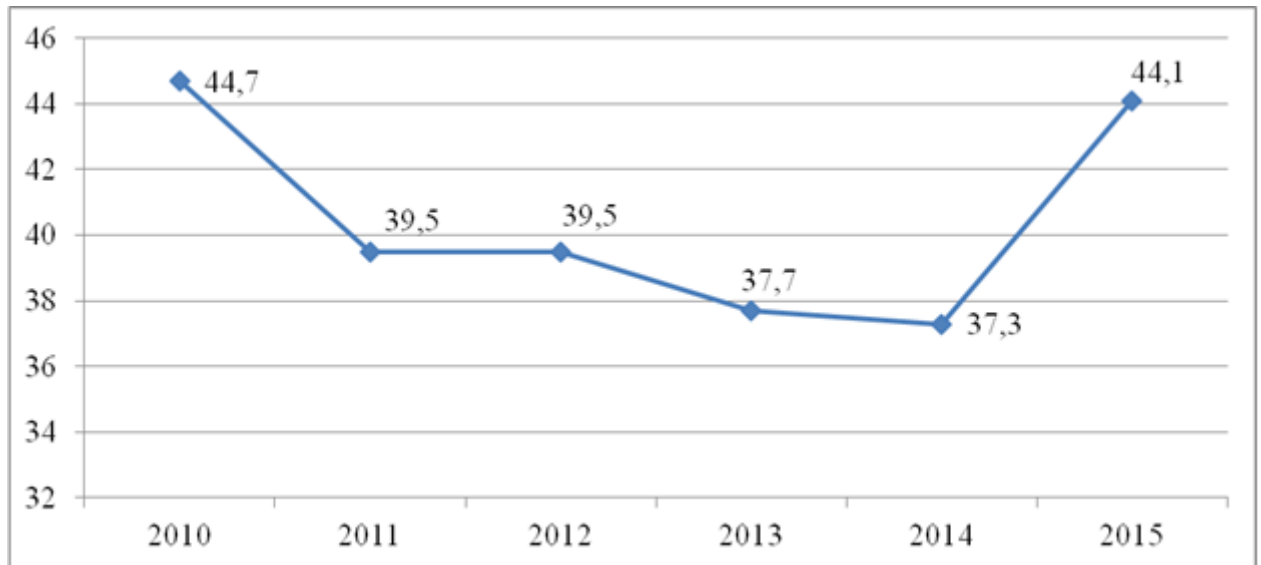


Рис. 2.4– Динаміка частки збиткових будівельних підприємств у загальній їх кількості, %

Про відсутність стабільності у розвитку будівельної галузі свідчить і динаміка індексів капітальних інвестицій у будівництво (рис. 2.5), яка не тільки має хвилеподібну тенденцію а й характеризується поступовим зменшенням кількості інвестицій, починаючи з 2013 р.

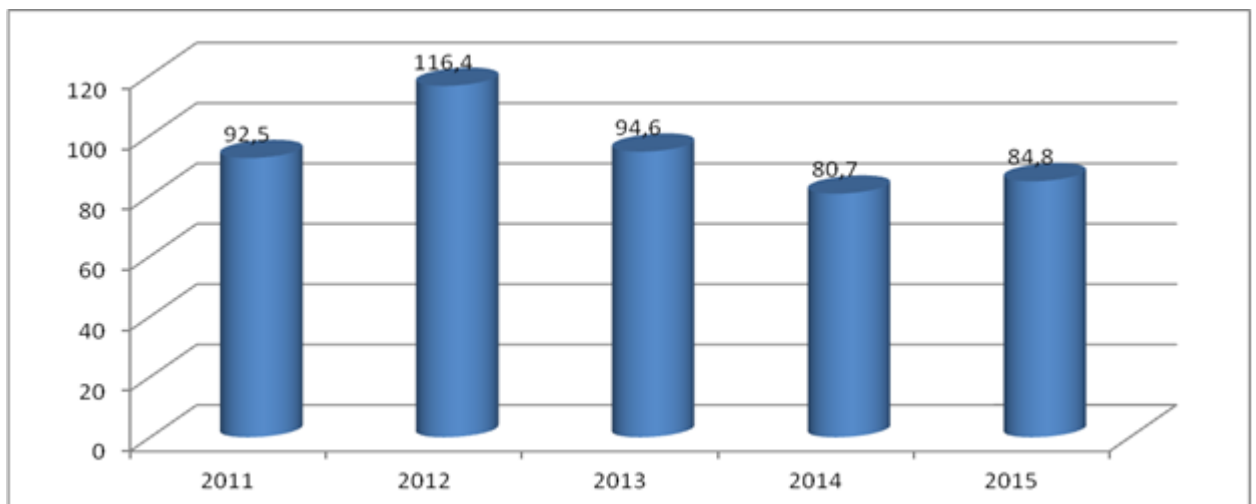


Рис. 2.5 – Динаміка обсягів капітальних інвестицій в будівельній галузі, у % до минулого року

З 2004 р. по 2013 р. спостерігається скорочення обсягів незавершеного будівництва, що свідчить про намагання керівників будівельних підприємств знизити обсяги незавершеного будівництва та рівень заморожування коштів у ньому. Тільки в 2014 р. спостерігається незначний ріст цього показника, викликаний підвищенням нестабільності економіки країни (рис. 2.6).

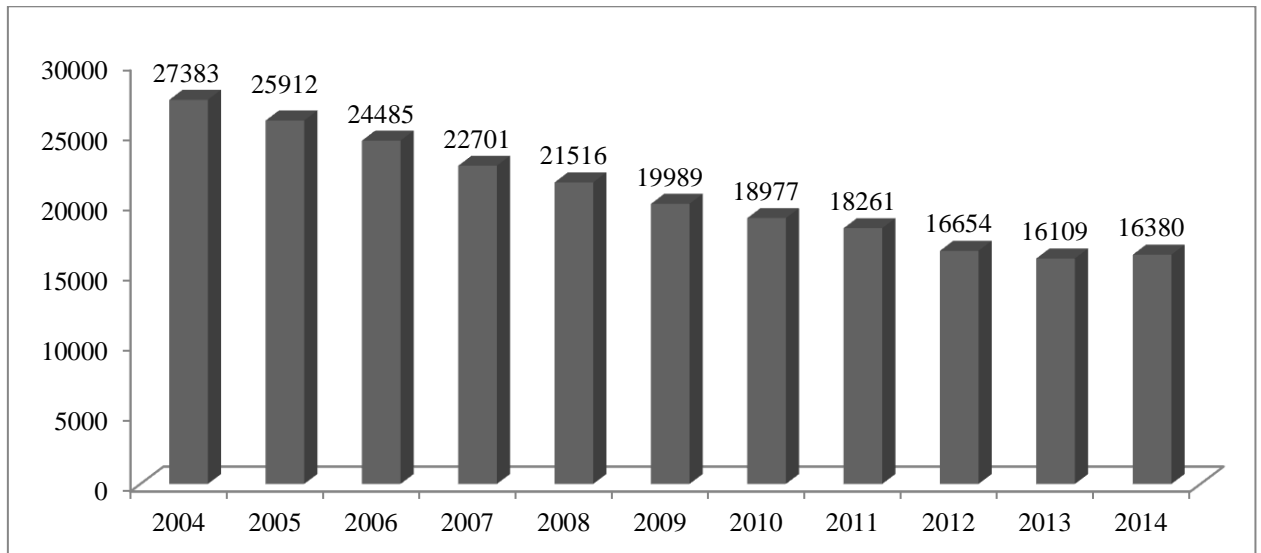


Рис. 2.6 – Рівень незавершеного будівництва в Україні, шт.

Щодо ринку житлової нерухомості, то ситуація залишається нестабільною: не встигнувши повною мірою відновитися після світової фінансової кризи 2008 року, ситуація на ринку знову похитнулася. Девальвація гривні в 1,5 рази (як наслідок, пропорційне зменшення доходів населення в доларовому еквіваленті) різко знизила платоспроможний попит населення на квартири. І хоча частина українців поспішили врятувати свої заощадження, вклавши їх у нерухомість, цього не вистачило, щоб втримати ринок на плаву.

За даними Державної служби статистики, по всій країні в 2013 році в експлуатацію було введено 11,2 млн. кв. м житла (з урахуванням легалізації самобуду), що на 4,4 % перевищує показник 2012 року (рис. 2.7). При цьому зростання чистого введення в експлуатацію нових квадратних метрів в 2013 р. склало 20%, або 8,232 млн. кв. м. Тенденція збільшення показника введення житла збереглася і в I кварталі 2014 р.: +10,9% до січня-березня

2013 р. (2,34 млн. кв. м), а зростання без урахування легалізації самобуду склало 47,1% (2,05 млн. кв. м).



Рис. 2.7– Динаміка введення в експлуатацію житлової нерухомості в Україні

За даними інформаційно-аналітичного порталу «Столична нерухомість», зростання середньої вартості пропозиції житла на первинному ринку м. Києва в 2013 році склало 1,3% до 2012 року, або 13,3 тис. грн, за 1 кв. м. При цьому середня ціна на «вторинці» знизилася на 1,4% порівняно з 2012 р. (до 15,9 тис. грн. за 1 кв. м.).

Найбільш затребуваними на ринку України залишаються або готове житло, або об'єкти з термінами введення в експлуатацію до півроку. Основний попит зосереджений в економ-сегменті. Що стосується сегменту елітного житла, то основний попит там забезпечується в першу чергу за рахунок заможних покупців з південного сходу країни. За даними Союзу фахівців ринку нерухомості найменшим є попит на квартири бізнес-класу.

Спостерігається також подальше збереження тенденції збільшення кількості угод на первинному ринку житла в порівнянні із вторинним. Різниця у вартості між «первинкою» і «вторинкою» становить близько \$ 400 за 1 кв. м. За перше півріччя 2014 р. вартість вторинного житла в доларах зменшилася десь на 15-17% (рис. 2.8), тоді як у гривні зростання склало 7-10%. Ціна «первинки» з початку 2014 року і до квітня 2014 р. особливо не змінювалася, а до кінця 2014 р. зменшилась в доларах на 7-8%. Як результат,

середня вартість 1 кв. м житла на «вторинці» в кінці 2014 р. становила трохи більше \$ 1,5 тис., на «первинці» трохи більше \$ 1 тис.

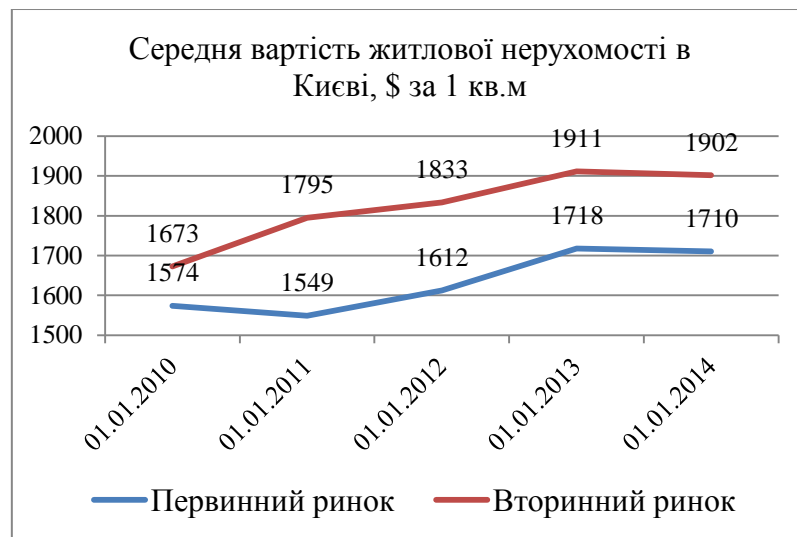


Рис. 2.8 – Динаміка вартості житлової нерухомості первинного та вторинного ринків житла в Україні на прикладі м. Київ

Безумовно, поточна економічна ситуація ще більше погіршує фінансовий стан забудовників і змушує їх знаходити різного роду інструменти (розстрочки, знижки та ін.) з метою підтримки продажів на належному рівні, що підтверджується і словами експертів. Зокрема, Олексій Говорун, заступник генерального директора з маркетингу і стратегії девелоперсько-будівельної компанії «Фірма Т.М.М.» зазначає наступне: «Будівництво вимагає значних капіталовкладень. Враховуючи економічну нестабільність, фінансові проблеми в тому чи іншому вигляді торкнулися практичних всіх гравців ринку» [173].

Експерти сподіваються, що виділення нового траншу кредиту МВФ і ратифікація Угоди про асоціацію з ЄС стануть позитивним сигналом для припливу капіталу в країну, а також покупців, що в свою чергу захистить ринок від зростання кількості недобудов. Однак, експерти зазначають, що «Ринок завмер, нічого суттєвого не відбувається і навряд чи відбудеться до стабілізації ситуації в країні. Будуть спостерігатися тільки мляві процеси. Раніше 2017-2018 року стабілізації не буде» [173].

2.2 Аналіз фінансово-економічних показників діяльності акціонерних товариств будівельної галузі на базі систематизації офіційних методик оцінки фінансового стану підприємств

Проведений аналіз структурного складу 9 методик аналізу фінансово-господарського стану підприємства за групами показників, затверджених міністерствами й відомствами України дозволив відібрати наступні групи фінансово-економічних показників, що потенційно можуть бути використані для включення в модель експрес-оцінки ринкової вартості акціонерного товариства будівельної галузі: показники оцінки стану основних засобів, показники оцінки ліквідності, показники оцінки рівня фінансової стійкості, показники ділової активності та показники рентабельності.

Аналіз даних груп показників проводився за даними фінансової звітності 10 підприємств будівельної галузі за період 2006-2014 р.р., а саме: Публічне акціонерне товариство «Трест Житлобуд-1» (ЖБ 1), Товариство з додатковою відповідальністю «Житлобуд-2» (ЖБ 2), Приватне акціонерне товариство «Спецбудмонтаж» (СБМ), Приватне акціонерне товариство «Житомирбуд» (ЖрБ), Публічне акціонерне товариство «Прикарпатбуд» (ПрБ), Відкрите акціонерне товариство «Яворівбуд» (ЯБ), Публічне акціонерне товариство «Кримбуд» (КБ), Публічне акціонерне товариство «Полтавський домобудівельний комбінат» (ПБ), Публічне акціонерне товариство «Сумжитлобуд» (СЖБ), Публічне акціонерне товариство «Будівельна компанія «Домобудівник» (ДБ). Інформація по будівельних підприємствах, що досліджуються за регіонами міститься у додатку В.

Для отримання загальної картини щодо динаміки змін та оцінки фінансового стану корпоративних підприємств будівельної галузі було використано середні значення показників для періодів у три роки, а саме: 2006-2008 рр., 2009-2011 рр., а також 2012-2014 рр.

Результати проведеного аналізу наведено у Додатку Б.

При вивченні майна підприємства кредиторами та інвесторами велика увага приділяється стану основних засобів, їх технічному рівню, продуктивності, економічній ефективності, фізичному і моральному зносу. Адже при оформленні кредиту заставним майном в основному є нерухоме майно підприємства. Тому інвестори з більшою охотою вкладають свої кошти в те підприємство, у якого є надійне, незношених і морально не застаріле обладнання.

На підприємствах будівельної галузі спостерігається динаміка збільшення частки основних засобів у структурі активів (рис. 2.9), що свідчить про підвищення їх виробничого потенціалу. Однак, зважаючи на зменшення коефіцієнту оновлення, можна зробити висновок про те, що такі зміни у структурі активів пов'язані зі зменшенням оборотних активів, що свідчить про скорочення діяльності будівельних підприємств.

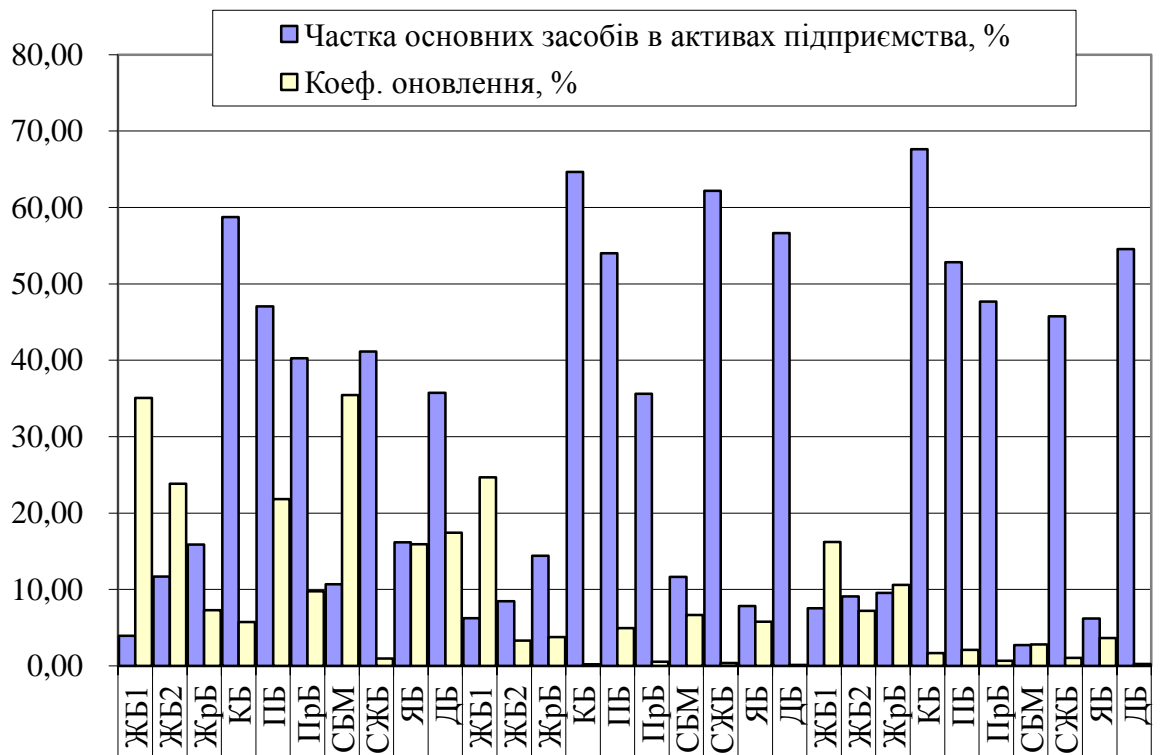


Рис. 2.9- Частка основних засобів в активах підприємства (%) та коефіцієнт оновлення (%)

Тенденція згортання обсягів будівництва підтверджується і значеннями

показників вибуття основних засобів і фондівіддачі (рис.2.10): при зменшенні коефіцієнта вибуття основних засобів зменшується фондівіддача, що у такому поєднанні може вказувати на зменшення доходів від реалізації будівельних підприємств.

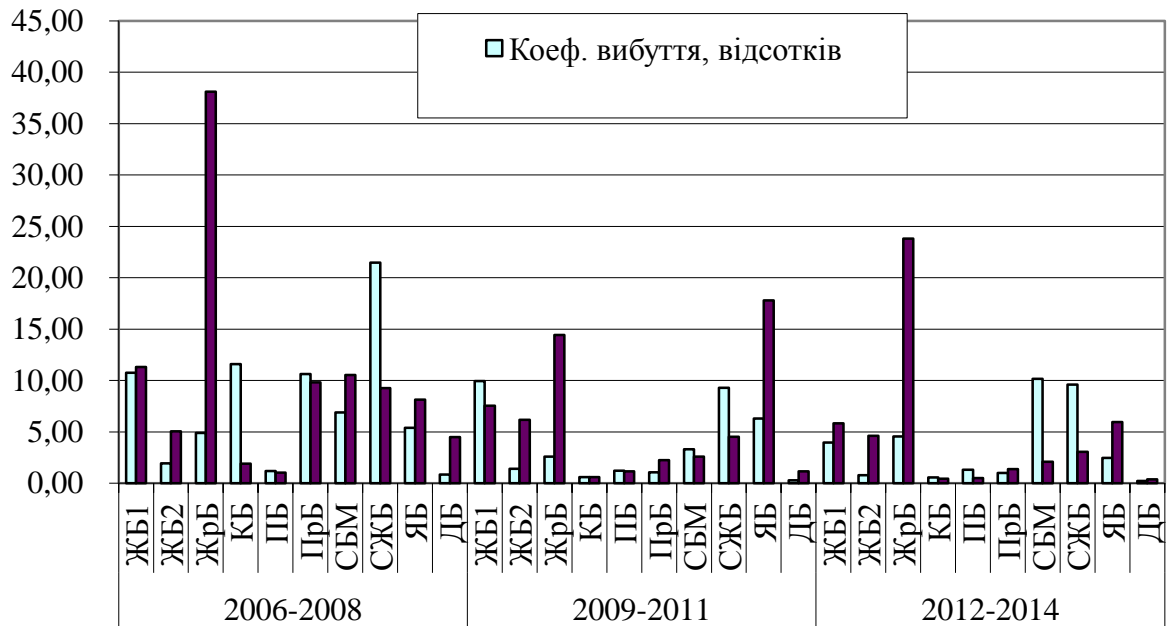


Рис. 2.10 – Коефіцієнт вибуття основних засобів та фондівіддача

Необхідно відмітити негативний технічний стан будівельних підприємств, про що свідчить коефіцієнт зносу, який на більшості підприємств, що аналізувались є вищим критичного рівня (від 59 до 76%) та продовжує зростати в динаміці (рис. 2.11).

Фінансовий стан підприємства на короткострокову перспективу оцінюється показниками ліквідності та платоспроможності, що характеризують можливість підприємства своєчасно і в повному обсязі погасити поточні зобов'язання перед контрагентами.

Як показав аналіз цих показників (додаток Б.2) рівень платоспроможності будівельних підприємств є досить низьким та продовжує зменшуватись у динаміці.

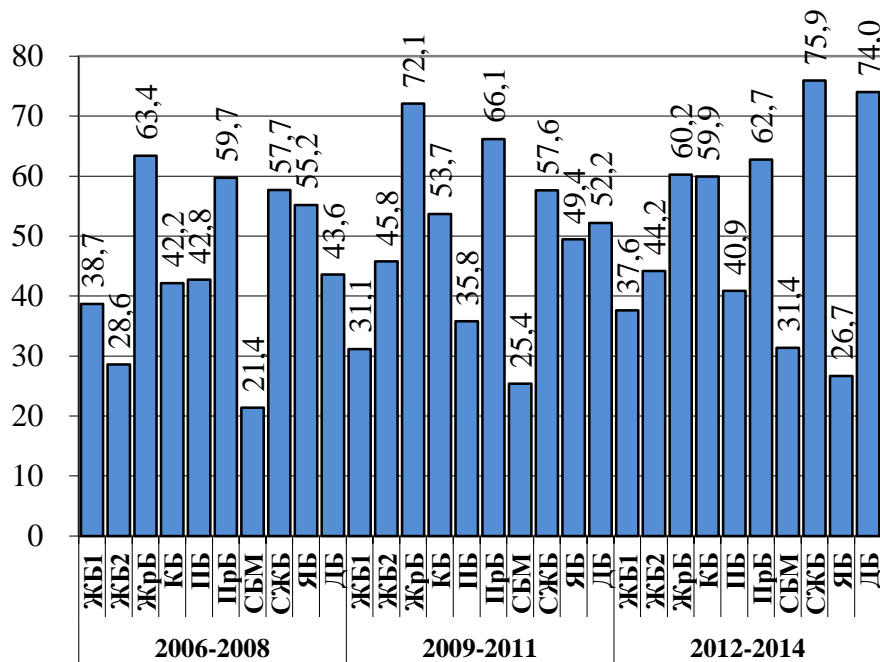


Рис. 2.11– Коефіцієнт зносу основних засобів

Це підтверджується, зокрема, показниками маневреності власних оборотних коштів та швидкої ліквідності (рис. 2.12), зменшення яких в динаміці вказує на недостатню кількість ліквідних активів для фінансування поточної діяльності будівельних підприємств, та низькою часткою власних оборотних коштів у покритті запасів (рис. 2.13).

Коефіцієнт покриття запасів також вказує на не достаток власних коштів для фінансування запасів, що приводить до їх зменшення у структурі активів будівельних підприємств (рис. 2.14) та свідчить про скорочення діяльності підприємств будівельної галузі.

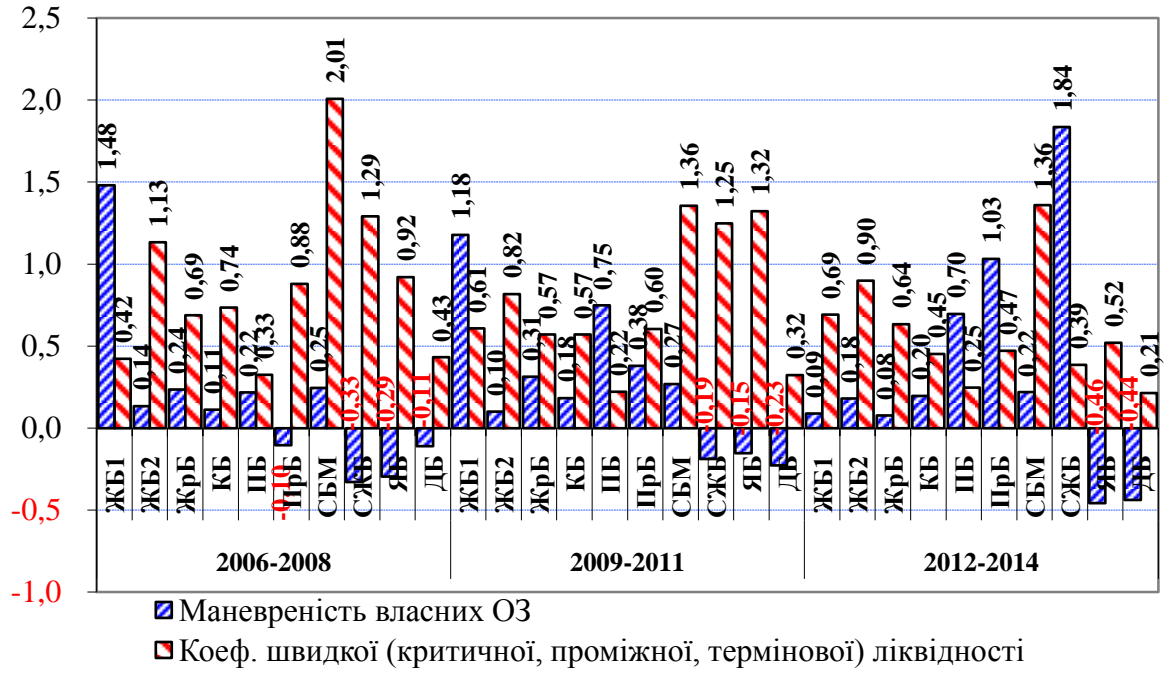


Рис. 2.12– Маневреність власних оборотних засобів та коефіцієнт швидкої ліквідності

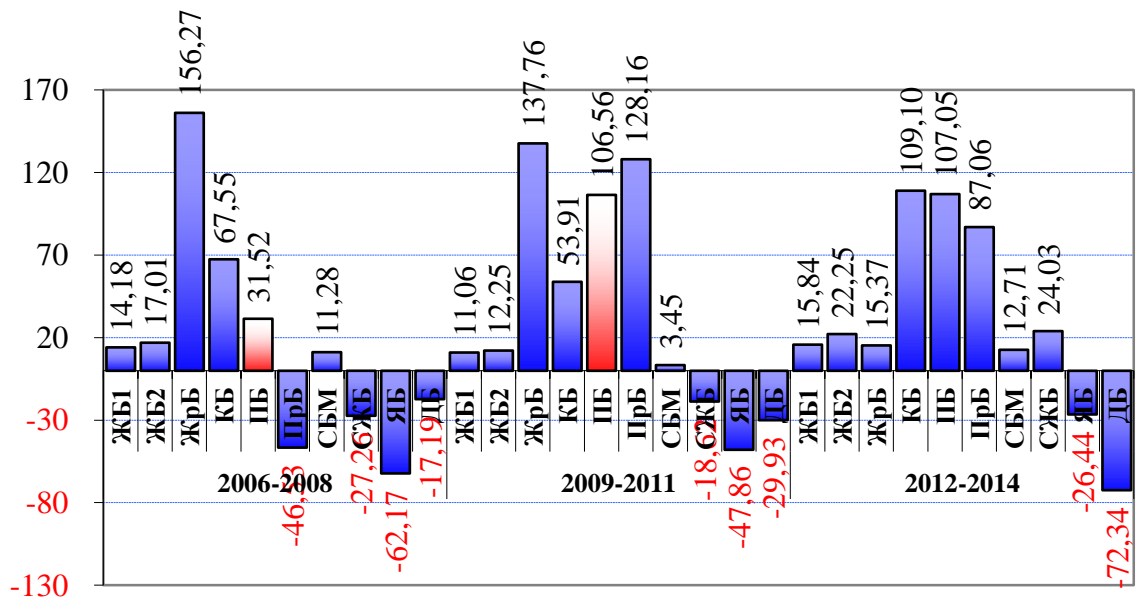


Рис. 2.13– Частка власних оборотних коштів у покритті запасів, %

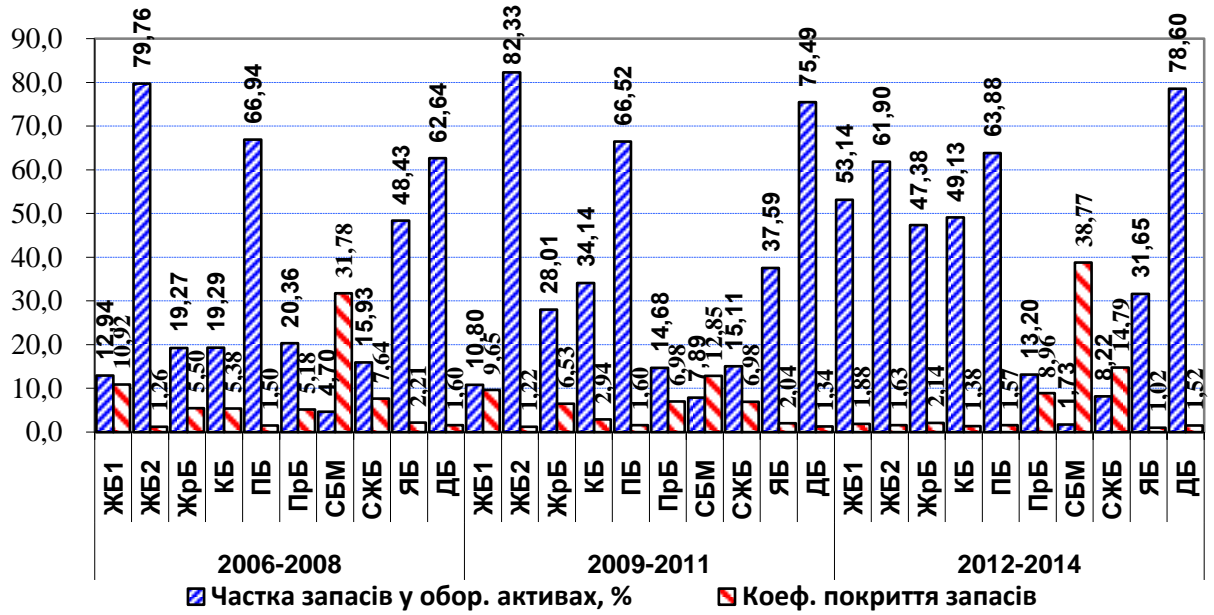


Рис. 2.14 – Частка запасів у оборотних активах (%) та коефіцієнт покриття запасів

Про низьку платоспроможність та не достаток ліквідних активів свідчить і значення поточної ліквідності, яке на більшості підприємств, що аналізуються зменшується і є меншим оптимального значення (рис. 2.15).

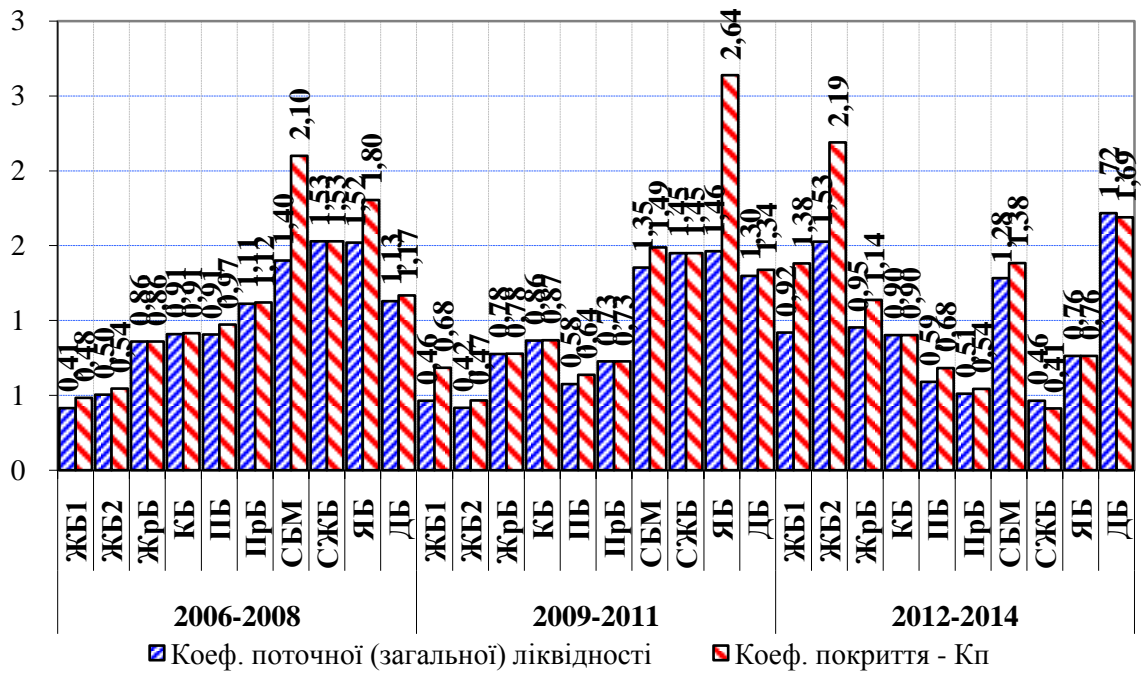


Рис. 2.15– Коефіцієнт поточної ліквідності, коефіцієнт покриття