

ФОРМУВАННЯ МЕТОДИЧНОГО ПІДХОДУ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ У ПРОЦЕСІ ЇХ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ

Розглянуто цілі реструктуризації для різних суб'єктів економічних відносин, зацікавлених у визначенні вартості підприємств державного сектору економіки у процесі їх реструктуризації. Запропоновано методичний підхід до оцінки вартості підприємств державного сектору економіки на основі використання методу дисконтованих грошових потоків.

Рассмотрены цели реструктуризации для различных субъектов экономических отношений, заинтересованных в определении стоимости предприятий государственного сектора экономики в процессе их реструктуризации. Предложен методический подход к оценке стоимости предприятий государственного сектора экономики на основе использования метода дисконтированных денежных потоков.

The aims of restructuring for different economic relations subjects interested in estimation of value of the state-owned enterprises under restructuring are considered. A methodical approach to estimation of the state-owned enterprises' value using discounted cash flow method is offered.

© М.Ю. Маісурадзе, 2009

Сучасний стан розвитку державного сектору економіки не задовольняє тенденцій розвитку світової економіки. Це призводить до потреби пошуку шляхів підвищення ефективності його функціонування. Вирішення даної проблеми можливе шляхом здійснення перетворень, спроможних у найменші терміни привести до поліпшення результатів функціонування державного сектору економіки. Одним із напрямів таких перетворень є реструктуризація. Унаслідок реструктуризації відбувається зміна вартості підприємств, тому необхідна розробка вартісно орієнтованого методичного підходу до оцінки вартості зазначених підприємств у процесі їх реструктуризації, оскільки на даний час не існує достатньо обґрунтованого вирішення даної проблеми.

Вітчизняні науковці порівняно недавно звернули увагу на проблему оцінки вартості підприємств. Незважаючи на недосконалість національного законодавства та недостатність досвіду, досягли вагомих результатів у цій сфері. Можна виділити роботи Н.С. Краснокутської [9], О.Г. Мендрула [10], М.Г. Чумаченка [16], А.С. Шатської [17]. Серед російських та західних учених виділяються роботи Т. Коупленда [8], В.П. Карєва [6-7], С.В. Валдайцева [2], О.Г. Патрушевої [11], Л.Д. Ревуцького [14-15].

Теорія оцінки вартості підприємств достатньо швидко набула популярності. Вона використовується в системі управління підприємством на основі зростання його вартості [11]. Дана концепція орієнтована на акціонерні товариства переважно приватного сектору економіки. Крім того, система управління вартістю підприємства може ґрунтуватися також на ціннісному підході [16], який передбачає визначення певних характеристик підприємства, здатних створювати цінність для всіх суб'єктів господарювання.

Досить добре досліджуючи визначення вартості підприємств приватного сектору економіки з різноманітними умовами їх функціонування [2, 6, 8, 14, 15], автори не виділяють її особливостей для державного сектору економіки. Це може пояснюватися тим, що на Заході державний сектор економіки за умовами функціонування не відстає від приватного. Щодо вітчизняної економіки, то через неефективність функціонування державного сектору економіки протягом тривалого часу постала потреба зменшити його наскільки це можливо. Результатом таких заходів має стати підвищення ефективності функціонування всієї економіки, оскільки неефективний державний сектор не буде погіршувати загальної ситуації в економіці.

Необхідно відзначити, що в умовах національної економіки неможливо повністю використовувати західний досвід щодо оцінки вартості підприємств. Саме тому питання

оцінки вартості підприємств державного сектору економіки, виділення її особливостей з урахуванням умов реструктуризації потребують вирішення.

Проблема забезпечення методичними вказівками щодо оцінки вартості підприємств державного сектору економіки у процесі їх реструктуризації сьогодні є актуальною. Вирішенню даної проблеми разом з ефективною державною політикою у сфері реструктуризації сприятиме розробка методичних положень щодо оцінки вартості підприємств державного сектору економіки у процесі їх реструктуризації. Досі невирішеними залишаються питання щодо узгодженості методів визначення вартості підприємств державного сектору економіки.

Метою даної статті є формування методичного підходу до оцінки вартості підприємств державного сектору економіки у процесі їх реструктуризації.

Оцінка вартості підприємств державного сектору економіки є одним з обов'язкових етапів у процесі реструктуризації [4, 7, 12, 19]. При оцінці вартості підприємств державного сектору економіки можна виділити окремі завдання, що відповідають ступеню зацікавленості суб'єктів, які беруть участь у реструктуризації. Ураховуючи норми чинного законодавства [3-5], усі суб'єкти, які можуть бути прямо й опосередковано зацікавлені у визначенні ринкової вартості підприємств державного сектору економіки, можна розділити на дві групи – зовнішні та внутрішні.

До внутрішніх суб'єктів, зацікавлених у визначенні вартості підприємств державного сектору економіки, доцільно віднести Кабінет Міністрів України, Фонд державного майна України, уповноважені органи управління, учасників (акціонерів) та керівництво. Найвищим по відношенню до підприємств державного сектору економіки є Кабінет Міністрів України, який відповідно до своїх повноважень безпосередньо виконує покладені на нього функції з управління об'єктами державної власності, приймає рішення про створення, реорганізацію та ліквідацію господарських структур і визначає центральні органи виконавчої влади, які здійснюють контроль за їх діяльністю тощо [3, 5]. Разом із тим Кабінет Міністрів України може виступати і зовнішнім суб'єктом, зацікавленим у визначенні вартості об'єктів державної власності у процесі реструктуризації, якщо він безпосередньо не виконує функції з його управління. Подібно до Кабінету Міністрів України таку особливу позицію займає і Фонд державного майна України, який може виступати як внутрішнім, так і зовнішнім зацікавленим суб'єктом.

Уповноважені органи управління в особі міністерств та інших органів виконавчої влади є внутрішніми зацікавленими у визначенні ринкової вартості об'єктів державної власності суб'єктами. Не менш зацікавленими виступають і учасники (акціонери), які мають частки (акції, паї) у господарських товариствах, у статутних фондах яких є державна частка, оскільки від об'єктивно визначеної вартості підприємств державного сектору економіки залежатимуть їх подальші плани. Керівництво підприємств державного сектору економіки також виступає внутрішнім зацікавленим суб'єктом, оскільки залежно від результатів ефективності управління підприємством визначатиметься їх винагорода.

Отже, для внутрішніх суб'єктів достатньо важливим є визначення вартості об'єкта державної власності за більш високою оцінкою, оскільки вони сподіваються на отримання максимального доходу.

До зовнішніх суб'єктів, зацікавлених у визначенні ринкової вартості об'єкта державної власності належать інші державні органи, крім уповноважених органів управління, потенційні інвестори, фондова біржа, кредитні установи, страхові компанії. Для них оцінка вартості об'єктів державної власності є невід'ємною частиною процесу реструктуризації та вони також мають бути зацікавлені у визначенні об'єктивної ринкової вартості об'єкта державної власності.

Найбільш відомими у практиці методами, що застосовуються до оцінки вартості суб'єктів господарювання, є методи дохідного, порівняльного та майнового підходів [2, 4, 6, 8, 10, 14, 15]. При цьому для підприємств державного сектору економіки у процесі їх реструктуризації більш придатними виступають методи дохідного підходу – метод дисконтованих грошових потоків або метод непрямой капіталізації та метод прямої капіталізації.

Сутність методу дисконтованих грошових потоків полягає в тому, що за допомогою даного методу визначається капіталізована вартість доходів, при цьому послідовно кожен вид доходу за визначеною ставкою дисконтування приводиться до величини, яка дорівнює сумі поточних вартостей даних доходів. Для розрахунку параметрів майбутніх доходів необхідно виходячи з наявної інформації про підприємство провести аналіз його грошових потоків та здійснити прогнозування майбутніх доходів, урахувавши їх структуру, розмір, періоди одержання, ставку дисконтування.

Метод дисконтованих грошових потоків доцільно використовувати, якщо можна з великою імовірністю спрогнозувати майбутні грошові потоки, якщо ці грошові потоки не є рівномірними протягом періоду прогнозування і якщо їх розмір можна обґрунтовано оцінити. При застосуванні даного методу до оцінки вартості підприємств державного сектору економіки у процесі реструктуризації, перш за все, необхідно вибрати модель грошового потоку, обґрунтувати доцільність вибраної моделі та визначити період прогнозування. Після визначення періоду прогнозування виконується аналіз динаміки фінансових ресурсів у попередніх періодах, а саме, аналіз виручки від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), витрат, амортизаційних відрахувань, інвестиційних надходжень тощо. Надалі розраховуються прогнозні значення вибраних показників і вибирається ставка дисконтування.

Оскільки підприємства державного сектору економіки не мають повної незалежності та більшою або меншою мірою зобов'язані звітувати перед уповноваженими органами управління, то після прогнозування майбутніх грошових потоків та вибору ставки дисконтування уповноважений орган управління має узгодити визначені прогнозні грошові потоки та ставку дисконтування. Після цього розраховується дисконтована вартість грошових потоків. Далі одержані значення дисконтованих грошових потоків дозволять визначити безпосередньо вартість підприємства державного сектору економіки. Завершальним етапом є узгодження з уповноваженим органом управління визначеної вартості підприємства державного сектору економіки.

Формування грошового потоку для визначення вартості підприємств державного сектору економіки за допомогою методу дисконтованих грошових потоків передбачає використання однієї з двох моделей – модель чистого грошового потоку для власного капіталу та для інвестованого капіталу.

Якщо використовувати чистий грошовий потік для власного капіталу для підприємств державного сектору економіки, то він формуватиметься на основі таких показників: прибуток від операційної діяльності до оподаткування, фінансові витрати (у тому числі витрати на виплату дивідендів), ставка податку на прибуток, розмір амортизації, інвестицій, власного обігового капіталу, довгострокової заборгованості:

$$ГП_{БК} = (\Phi p_{зв.д.} - \Phi B)(1 - C_{пп}) + A_m - I_{кап.} - (\pm BOK) + (\pm Z_{довг.}), \quad (1)$$

де $ГП_{БК}$ – грошовий потік для власного капіталу, тис. грн.;

$\Phi p_{зв.д.}$ – фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування, тис. грн.;

ΦB – фінансові витрати, тис. грн.;

$C_{пп}$ – розмір ставки податку на прибуток;

A_m – розмір амортизаційних відрахувань, тис. грн.;

$I_{кап.}$ – розмір капітальних інвестицій, тис. грн.;

$\pm BOK$ – приріст або зменшення власного оборотного капіталу, тис. грн.;

$\pm Z_{довг.}$ – приріст або зменшення довгострокової заборгованості, тис. грн.

За умови використання моделі грошового потоку для всього інвестованого капіталу він розраховуватиметься таким чином:

$$ГП_{ІК} = \Phi p_{зв.д.} \cdot (1 - C_{пп}) + A_m - I_{кап.} - (\pm BOK) + (\pm Z_{довг.}), \quad (2)$$

де $ГП_{ІК}$ – грошовий потік для інвестованого капіталу, тис. грн.

Наведені моделі грошового потоку надають можливість достатньо точно оцінити вартість підприємств державного сектору економіки на відміну від того, коли вартість підприємства прирівнюється до його балансової вартості.

Разом із вибором моделі грошового потоку виділяється тривалість періоду прогнозування, який може визначатися за таким критерієм, як тривалість темпів зростання доходів підприємства до того часу, коли очікується їх стабілізація. При збільшенні тривалості прогнозного періоду відповідно зростає імовірність отримання більш точної та обґрунтованої вартості підприємства, але при цьому виникають ускладнення розрахунку прогнозного значення розміру грошових потоків та очікуваних темпів інфляції, оскільки при нестабільній економічній ситуації досить складно спрогнозувати ці показники більше ніж на 3 роки.

Після обґрунтування всіх параметрів грошового потоку розраховується вартість підприємства державного сектору економіки за допомогою методу дисконтованих грошових потоків:

$$ВП = \sum_{t=1}^n \frac{ГП_t}{(1 + СД)^t} + ВП_{зал.}, \quad (3)$$

де ВП – поточна вартість підприємства, тис. грн.;

ГП_t – грошовий потік t-го прогнозного періоду, тис. грн.;

t=1, ... n – номер періоду прогнозування від 1 до n;

СД – ставка дисконтування;

ВП_{зал.} – залишкова вартість підприємства державного сектору економіки, тис. грн.

Визначення залишкової вартості підприємства державного сектору економіки виконується за такою умовою, що кожного наступного періоду після прогнозного періоду спостерігатиметься збільшення розміру грошового потоку відносно однаковими темпами:

$$ВП_{зал.} = \frac{ГП_{t+1}}{СД - T_{ГП}}, \quad (4)$$

де ГП_{t+1} – розмір грошового потоку в перший рік після завершення прогнозного періоду, тис. грн.;

T_{ГП} – очікувані темпи зростання грошового потоку.

Окрім вищезазначених перерахованих складових вартості підприємства державного сектору економіки, до складу вартості підприємства додається вартість надлишкового майна підприємства. Якщо певна частина майна підприємства тимчасово не використовується, то вона не включається до складу надлишкового майна, оскільки існує потенційна можливість використання цього майна з метою отримання прибутку.

Разом із складністю розрахунку параметрів грошового потоку при оцінці вартості підприємства державного сектору економіки методом дисконтованих грошових потоків також виникають суперечності у визначенні ставки дисконтування. Так, для підприємств державного сектору економіки при визначенні грошового потоку для власного капіталу як ставки дисконтування припустимо застосовувати реальну безризикову ставку, що, як правило, дорівнює середній ставці за державними довгостроковими облігаціями.

Узагальнюючи світовий та вітчизняний досвід, можна виділити чотири основних методи визначення ставки дисконтування, придатних для підприємств державного сектору економіки: формула на основі моделі Фішера; модель оцінки капітальних активів (САРМ – Capital Asset Pricing Model); модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost Capital); метод кумулятивної побудови ставки дисконтування [2, 6-10, 14,15].

На основі моделі Фішера використовується формула для визначення номінальної відсоткової ставки, яка враховує фактор інфляції:

$$R_n = R_i + I + R_i \cdot I, \quad (5)$$

де R_n – номінальна відсоткова ставка;

R_i – безризикова (реальна) відсоткова ставка;

I – показник очікуваного рівня інфляції.

Особливого значення набуває використання даної формули в умовах, коли спостерігається або очікується досить високий рівень інфляції, який не обходить підприємства державного сектору економіки. Крім того, визначена ставка може застосовуватися для грошового потоку як для власного капіталу, так і для всього інвестованого капіталу.

Наступною моделлю для визначення ставки дисконтування є модель оцінки капітальних активів (CAPM – Capital Asset Pricing Model), яка також може застосовуватися при оцінці вартості підприємств державного сектору економіки, якщо вона проводиться на основі розрахунку грошового потоку для власного капіталу. Ця модель визначає відсоткову ставку на основі показників фондового ринку – ставки безризикової ринкової дохідності, як правило, за довгостроковими державними цінними паперами (облігаціями), середньої ринкової дохідності інвестицій на ринку та показника систематичного ризику. Для підприємств державного сектору економіки показник систематичного ризику буде меншим, ніж для підприємств приватного сектору економіки, оскільки сама державна власність передбачає більшу надійність вкладень та відповідальність за результати цих вкладень.

Модель оцінки капітальних активів доцільно використовувати для тих підприємств державного сектору економіки, у статутному капіталі яких є корпоративні права держави і цінні папери таких підприємств знаходяться в обігу на фондовому ринку.

Модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost Capital) може застосовуватися до оцінки вартості підприємств державного сектору економіки, коли використовується грошовий потік для всього інвестованого капіталу:

$$WACC = d_{BK} \cdot R_{BK} + d_{PK} \cdot R_{PK} \cdot (1 - C_{np}), \quad (6)$$

де d_{BK} – питома вага власного капіталу у структурі капіталу підприємства;

R_{BK} – очікувана норма дохідності (рентабельність) власного капіталу підприємства;

d_{PK} – питома вага позикового капіталу в структурі капіталу підприємства;

R_{PK} – очікувана норма дохідності (рентабельність) позикового капіталу в активах підприємства.

Питома вага власного та позикового капіталу за наведеною моделлю може розраховуватись як на основі даних бухгалтерської звітності, так і на основі ринкових вартостей власного та позикового капіталу. Очікувана рентабельність власного капіталу підприємства може розраховуватися за моделлю оцінки капітальних активів (CAPM). Визначення ринкової вартості позикового капіталу є більш складним, ніж визначення вартості акцій. Ринкова вартість позикового капіталу може дорівнювати його балансовій вартості або розраховуватись на основі відсоткових ставок за кредитами аналогічних підприємств державного сектору економіки.

Крім зазначених моделей, ставка дисконтування може розраховуватися за методом кумулятивної побудови. За цим методом ставка дисконтування визначається як сума номінальної безризикової ставки, додаткових премій за ризик (інвестування в малий бізнес, підприємство закритого типу, інвестування для іноземних інвесторів) та премій за несистематичні ризики. Але для підприємств державного сектору економіки недоцільно використовувати певні види надбавок за ризик, тому ставка дисконтування за моделлю кумулятивної побудови виглядатиме таким чином:

$$CD = R_n + r_{ГТ} + r_{ін.інв.} + \sum_{j=1}^J k_j, \quad (7)$$

де R_n – номінальна безризикова відсоткова ставка;

$r_{ГТ}$ – додаткова премія за ризик інвестування в господарське товариство державного сектору економіки;

$r_{ін.інв.}$ – додаткова премія за ризик інвестування для іноземних інвесторів у господарські товариства державного сектору економіки;

k_j – премія за кожний несистематичний ризик, $j=1, \dots, J$.

Розглянувши методи визначення ставки дисконтування для оцінки вартості підприємств державного сектору економіки із застосуванням методу дисконтованих грошових потоків, можна відзначити таке: метод оцінки капітальних активів (CAPM) має застосовуватися при

розрахунку грошового потоку для власного капіталу, метод середньозваженої вартості капіталу – для всього інвестованого капіталу і два методи – формула Фішера та метод кумулятивної побудови ставки дисконтування – можуть використовуватися як для власного капіталу, так і для всього інвестованого капіталу.

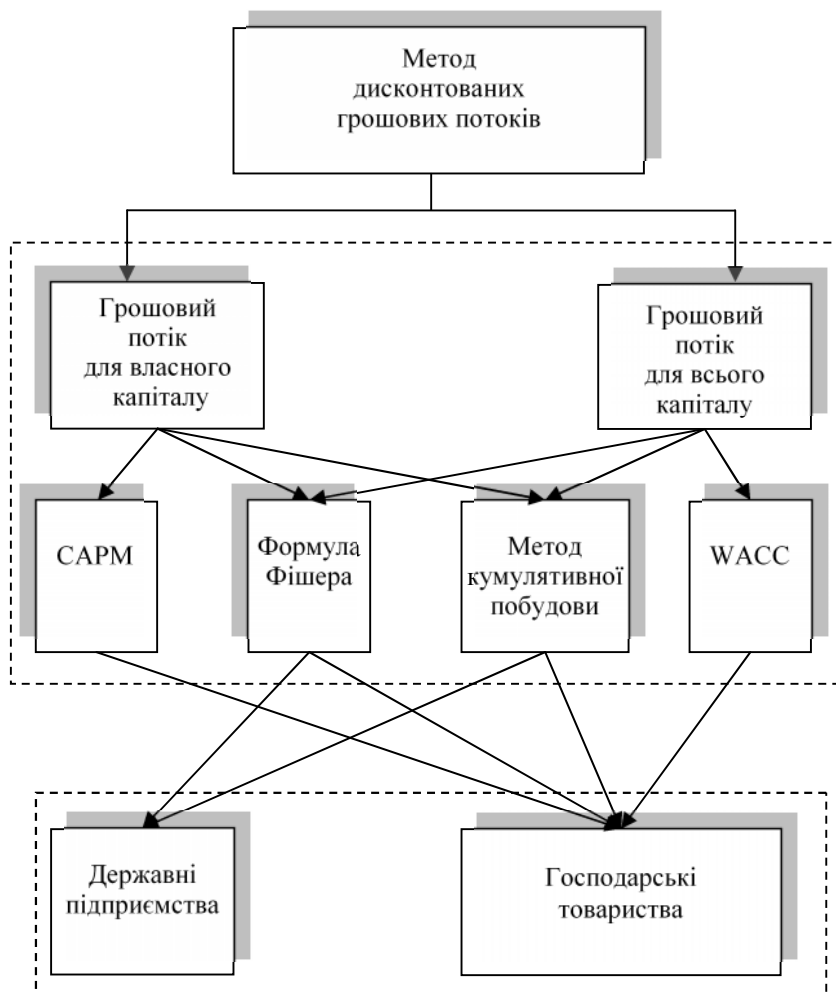
Ураховуючи форми господарювання підприємств у державному секторі економіки, необхідно розділити методи визначення ставки дисконтування для цих підприємств (див. рисунок).

Модель оцінки капітальних активів та метод середньозваженої вартості капіталу не підходять до державних підприємств, оскільки вони не є господарськими товариствами. Тому для них доцільно використовувати метод кумулятивної побудови, за основу в якому береться формула Фішера, до якої додаються премії за несистематичні ризики.

Для господарських товариств державного сектору економіки при оцінці їх вартості у процесі реструктуризації можна застосувати всі моделі визначення ставки дисконтування, але більш доцільним є використання методу кумулятивної побудови ставки дисконтування з урахуванням моделі Фішера.

У цьому випадку в модель Фішера підставляється ставка, розрахована за моделлю середньозваженої вартості капіталу, до якої потім додаються додаткові премії за ризик інвестування в господарське товариство, ризик іноземного інвестування та несистематичні ризики.

Таким чином, рекомендується використовувати інтегрований показник ставки дисконтування для підприємств державного сектору економіки з метою їх оцінки у процесі реструктуризації. Запропоновані моделі дозволять визначити об'єктивну ринкову вартість підприємств у поточних цінах з урахуванням фактора інфляції та ринкових очікувань.



*Рисунок. Вибір методу розрахунку ставки дисконтування
для підприємств державного сектору економіки
різних організаційно-правових форм*

За умови використання для оцінки вартості підприємств державного сектору економіки у процесі їх реструктуризації методу прямої капіталізації доходів розраховується поточна вартість майбутніх доходів підприємств за допомогою коефіцієнта капіталізації. Доцільність застосування саме цього методу є обґрунтованою за наявності достовірної інформації щодо отримання стабільного доходу протягом достатньо тривалого часу.

При використанні методу капіталізації для оцінки вартості підприємств державного сектору економіки першочерговим заходом є проведення ретроспективного аналізу фінансово-господарської діяльності, за результатами якого надалі проводиться вибір розміру грошового потоку (прибутку), що буде капіталізований. Як грошовий потік може бути вибрана величина чистого прибутку підприємства або фінансовий результат від звичайної діяльності. Після цього вибирається та обґрунтовується ставка капіталізації, яка враховує вплив ринкової кон'юнктури. Наступним кроком є узгодження уповноваженим органом управління вибраного грошового потоку та ставки капіталізації. Якщо запропонована ставка капіталізації та розмір грошового потоку узгоджені, проводиться оцінка капіталізованої вартості підприємства державного сектору економіки. Надалі за необхідності здійснюються виправлення та коригування оціненої вартості. І завершальним етапом виступає затвердження уповноваженим органом управління розрахованої капіталізованої вартості підприємства державного сектору економіки.

Метод прямої капіталізації є окремим випадком методу дисконтованих грошових потоків за умови постійності параметрів грошового потоку. За таких умов вартість підприємств державного сектору економіки визначається як величина грошового потоку в останній звітний період (або в наступний за звітним період), поділена на коефіцієнт капіталізації та до якої додана вартість надлишкового майна.

Ставка капіталізації є дільником, який застосовується для перетворення величини грошового потоку за один період часу на показник вартості. Для визначення цього коефіцієнта існує кілька способів, зокрема, він може визначатися на основі аналізу статистичної інформації щодо його розміру за подібними об'єктами або визначатись з урахуванням інформації щодо очікуваних темпів зростання грошового потоку.

Метод прямої капіталізації може застосовуватися лише в тому випадку, коли передбачається постійний грошовий потік підприємств.

Метод дисконтованих грошових потоків є більш універсальним для оцінки вартості підприємств державного сектору економіки порівняно з методом прямої капіталізації, оскільки досить невелика частина підприємств державного сектору економіки може мати стабільний грошовий потік протягом тривалого часу. Використання методу дисконтованих грошових потоків виправдовується у тому числі необхідністю спрямованості політики підприємств державного сектору економіки на зростання майбутніх грошових потоків як умови збереження державної власності.

Недосконалість нормативно-правової бази в питаннях оцінки вартості підприємств державного сектору економіки створює неузгодженість у цій сфері. Запропонований підхід до визначення вартості підприємств державного сектору економіки у процесі їх реструктуризації з урахуванням специфіки самих підприємств допомагає частково вирішити дану проблему.

Література

1. Бланк И. Управление финансовой безопасностью предприятия / И. Бланк // Серия «Библиотека финансового менеджера»: вып. 10. – К.: Ольга, Ника-Центр, 2004. – 784 с.
2. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. пособие /С.В. Валдайцев. – СПб.: Питер, 2002. – 416 с.
3. Закон України «Про акціонерні товариства» № 514-VI від 17 вересня 2008 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50-51. – Ст. 384.

4. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» № 2658-III від 12 липня 2001 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 47. – Ст. 251. – (Зі змін. та доп.).
5. Закон України «Про управління об'єктами державної власності» № 185-V від 21 вересня 2006 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 46. – Ст. 456. – (Зі змін. та доп.).
6. Карев В.П. Оценка бизнеса доходным подходом – констатация факта или прогнозное планирование? [Электронный ресурс] / В.П. Карев, Д.В. Карев // Оценщики России. – Режим доступа: <http://www.appraisal.ru/files/petrovich/dohpodhod.zip>.
7. Карев В.П. Учет инфляции при проведении оценки / В.П. Карев, Д.В. Карев // Вопросы оценки. – 2005. – № 3. – С. 40-56.
8. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
9. Краснокутська Н.С. Потенціал підприємства: формування та оцінка: навч. посіб. / Н.С. Краснокутська. – К.: ЦУЛ, 2005. – 352 с.
10. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: моногр. / О.Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
11. Патрушева Е.Г. Обзор теоретических концепций стратегического управления на основе роста стоимости компании / Е.Г. Патрушева // Финансовый менеджмент. – 2008. – № 1. – С. 40-48.
12. Пономаренко Н.О. Особливості реструктуризації підприємств з державною часткою власності / Н.О. Пономаренко, М.Ю. Шилова // Економіка промисловості. – 2006. – № 3 (34). – С. 163-171.
13. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» № 1440 від 10 серпня 2003 р. // Орієнтир. – 2003. – № 39. – С. 9.
14. Ревуцкий Л.Д. Пути и возможные перспективы рационализации методов оценки рыночной стоимости предприятий и других бизнес-объектов [Электронный ресурс] / Л.Д. Ревуцкий // Потрал российских оценщиков. – Режим доступа: <http://www.valuer.ru/seerpubl.asp?ID=1184>.
15. Ревуцкий Л.Д. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия [Электронный ресурс] / Л.Д. Ревуцкий // Право и жизнь. – Режим доступа: http://www.law-n-life.ru/arch/109_Revutsky.doc.
16. Чумаченко М.Г. Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу / М.Г. Чумаченко, В.А. Панков // Фінанси України. – 2004. – № 4. – С. 66-79.
17. Шатская А.С. Максимизация рыночной стоимости украинских предприятий как эффективный инструмент управления бизнесом / А.С. Шатская // Економіка промисловості. – 2008. – № 3. – С. 75-82.
18. Шилова М.Ю. Підвищення ефективності управління господарськими товариствами державного сектору економіки / М.Ю. Шилова // Науково-технічна інформація. – 2008. – № 4 (38). – С. 48-52.
19. Шилова М.Ю. Проблеми оцінки вартості підприємств з державною часткою власності в процесі їх реструктуризації / М.Ю. Шилова // Экономические проблемы и перспективы стабилизации экономики Украины: сб. науч. тр. / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2006. – Т. 1. – 340 с. – С. 326-337.

Надійшла до редакції 15.12.2009 р.