

ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ АГРАРНИХ КОРПОРАЦІЙ

SPECIFICS OF VALUATION OF SECURITIES OF AGRARIAN CORPORATIONS

У статті досліджуються особливості оцінки цінних паперів сільськогосподарських корпорацій, вплив специфічних для сільського господарства факторів на процес прийняття інвестиційних рішень. Уточнені відповідні інвестиційні ризики. Виявлені форми впливу факторів на фінансову звітність, ризиків – на вибір інструментарію оцінки. Обґрунтовано вибір доходного підходу до оцінки аграрних корпорацій. Виокремлено найбільш релевантні фінансові показники для оцінки аграрних корпорацій та проведений їх аналіз та аналіз емпіричних досліджень по їх використанню. На основі дослідження рекомендовано група показників для відповідних горизонтів інвестування у аграрні корпорації.

The article investigates specifics of valuation of agricultural corporations' securities, the influence of factors specific to agriculture on the process of making investment decisions. The relevant to agriculture sector investment risks are specified. The revealed forms of influence of factors on financial reporting, risks - on the choice of evaluation tools. The choice of income approach to the estimation of agrarian corporations is substantiated. The most relevant financial indicators for the estimation of agrarian corporations are identified and their analysis and empirical research on their use are analyzed. A comparative analysis of the EBITDA, Cash Flow was conducted and the corresponding formulas were derived to improve the assessment process in agribusiness. On the basis of the study, a group of indicators was recommended for the relevant horizons of investment in agricultural corporations.

Ключові слова: сільське господарство, земля, корпорація, прибуток, інвестиційна оцінка, фінансовий ринок, фінансовий ризик, EBITDA, Cash Flow, Free Cash Flow.

Keywords: agriculture, land, corporation, profit, investment valuation, financial market, financial risk, EBITDA, Cash Flow, Free Cash Flow.

Постановка проблеми та її зв'язок із практичними завданнями. Земля як капітал має свої особливості. Тому ризики ведення бізнесу в агросекторі суттєво відрізняються від ризиків в інших галузях господарства. Але в науковій літературі для оцінки бізнесу, цінних паперів аграрних корпорацій не застосовується

спеціального підходу. Тому стаття присвячена вирішенню проблеми пошуку ключових факторів впливу, ризиків сільського господарства і пошуку відповіді як саме це впливає на процес оцінки бізнесу та цінних паперів. Вихідним результатом має бути формування набору спеціальних фінансових показників для інвестора

Тимур Бойко
аспірант
кафедри
Фінансові ринки
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

Tymur Boiko
postgraduate
SHEI «Kyiv
National
Economic
University named
after Vadym
Hetman»

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

для оцінки бізнесу та цінних паперів аграрних корпорацій.

Формулювання цілей статті. Цілями статті є, по-перше, визначення основних ризиків, що впливають на інвестиційне рішення в аграрні корпорації України, по-друге, визначення і порівняння релевантності для аграрних компаній класичних підходів до оцінки бізнесу, по-третє, адаптація відповідних показників для ефективного оцінювання аграрних корпорацій, по-четверте, рекомендація відповідних фінансових показників для ефективного оцінки аграрних корпорацій інвестором.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням інвестиційної оцінки аграрних корпорацій займалися Хілі, Слоан, Річардсон, що встановили стандарти в економічній літературі. Вони проводили емпіричні дослідження на основі вибірки американських та тайських корпорацій по різних галузях і оцінювали взаємозв'язок EBITD, ROI, EBIT через статистичні показники. Також можна виокремити дослідження К. Трехо-Печ, Р. Уелдон, Л. Хаус, Т. Салас-Гутьєррес які в доходному підході до оцінки емпіричним шляхом порівнюють релевантність показників. Серед вітчизняних науковців проблематика не розвинена, можна лише відмітити Улянич Ю., Артимонова І., але їх дослідження носять переважно похідний, а не емпіричний, характер на основі навіть не методології, а результатів зарубіжних досліджень. Варто відміти, що значний вклад у дослідження даної проблеми внесли компанії, які безпосередньо оцінюють бізнес – Ernst&Young, Deloitte. The Blazer Foundation, Агроконсалт.

Виклад основного матеріалу дослідження. Ідея, що навіть при єдиній методології оцінка бізнесу має свою специфіку в залежності від галузі діяльності компанії, дуже поширена [1]. Особливо це характерно для корпорацій аграрного сектора, відмінною рисою якого є визначальний вплив природних умов, соціально-економічної ситуації на ведення бізнесу. Можливі напрямки обліку деяких на-

явних особливостей в процесі оцінки представлені в Таблиці 1.

Як відомо, фактори які найбільшою мірою впливають на виробництво зерна, можна об'єднати в чотири групи: природні, матеріально-технічне забезпечення, економічні, соціальні.

Природні фактори виражаються в тепло- і вологозабезпеченість конкретних територій, необхідними умовами для специфічних зернових культур до тепла, вологи родючості. Матеріально-технічне забезпечення - це основні і оборотні засоби виробництва, які і визначають потенційний розмір посівної площі, врожайність і валовий збір зерна, рівень витрат праці на виробництво одиниці продукції і ефективність виробничого процесу в цілому. Наприклад, за даними Міжнародної фінансової корпорації (IFC), тільки за останні 10 років в Україні було 3 роки з катастрофічними погодними умовами для сільського господарства. Через таку системність ризиків заняти збитків може одночасно велику кількість сільгоспвиробників [2].

Соціальні чинники визначають умови життя сільського населення, стан і відтворення трудових ресурсів в сільськогосподарському виробництві в цілому. А економічні фактори – визначають прибутковість реалізації продукції, вона повинна не тільки компенсувати витрати на виробництво зерна, але і забезпечувати економічну зацікавленість в його продовженні.

Вказані фактори суттєво впливають на інвестиційні ризики, земля суттєво впливає і на ринкову вартість активів сільськогосподарських корпорацій. Європейський банк реконструкції та розвитку та ФАО виділяють 4 групи ризиків при інвестуванні в аграрне виробництво в Україні [3]:

1) Політичні / регуляторні (торгівельні обмеження, заборона експорту), мораторій на землю в Україні

2) Кліматичні (обмежені можливості пом'якшення наслідків, страхування) сільськогосподарських культур та хеджування цін при ранньому розвитку

3) Корпоративні

4) Ринкові (Обмеження експортних потужностей, державне регулювання цін)

**Вплив особливостей аграрного виробництва
на оцінку сільськогосподарських підприємств**

Особливості аграрного виробництва	Проблема	Відображення в результатах оцінки бізнесу і процесі її проведення
Вплив природних факторів на результати	Нестабільний грошовий потік	Відсутність підстав для застосування методу капіталізації в рамках дохідного підходу
Тривалий цикл виробництва	Уповільнений відгук на зміну зовнішніх умов	Доцільність продовження прогностичного періоду в рамках дохідного підходу
Використання землі як найважливішого елемента засобів виробництва	Несформований ринок земель сільськогосподарського призначення	Специфічні походи до визначення вартості сільськогосподарських угідь в рамках витратного підходу
висока фондомісткість	Зношеність значної частини основних фондів	Необхідність більш детального обґрунтування прогнозу капітальних вкладень Більш помітна різниця між балансовою і ринковою вартістю майна
Виконання підприємствами не тільки економічних, а й соціальних функцій	Наявність «соціальних» активів в структурі основних фондів	Встановлення доцільності утримання «соціальних» активів і їх оцінка
Специфічні організаційно-правові форми підприємств	Використання спрощеної системи оподаткування в селянських (фермерських) господарствах	Невисока достовірність застосування методу чистих активів в рамках витратного підходу [3]
	Переважає більшість підприємств відносяться до категорії закритих	Складнощі в пошуку інформації для використання порівняльного підходу

Джерело: складено автором

З огляду на таку специфіку, значимо, що для оцінки агробізнесу кращим є використання дохідного підходу, навіть незважаючи на його високу фондомісткість. Витратний підхід дозволяє досить об'єктивно визначити вартість підприємств тих галузей, де виробництво пов'язане з необхідністю використання великої кількості основних засобів. Однак в сільському господарстві машини і обладнання багатьох підприємств, що не входять до складу агрохолдингів, мають високу ступінь фізичного і морального зносу, ринкова вартість нерухомості невисока через її розташування. Внаслідок несформованості ринку земель сільськогосподарського призначення їх оцінка може бути не цілком об'єктивною.

З іншого боку, доходний підхід має ті переваги, які дозволяють в достатній мірі врахувати зростання волатильності зовнішнього середовища в технологічній і соціально-еконо-

мічній сфері [4], що дуже актуально для агробізнесу.

При цьому для прогнозування обсягу продажів, що має визначальне значення при обґрунтуванні прогностичних величин грошового потоку [5], для аграрних корпорацій більш підходять методи, що базуються на експертних судженнях оцінювача, ніж формалізовані методи регресійного аналізу, що зводяться до пошуку трендів в ретроспективному ряді.

Емпіричні дослідження, що проводились європейською і американською наукою підтвердили, що використання простих фінансових коефіцієнтів і мультиплікаторів при формуванні портфеля може давати хороші результати. Емпіричним шляхом було встановлено, що найпростіші і давно відомі показники застосовні до оцінки акцій краще, ніж складні і спірні методики. Merrill Lynch досліджували відразу кілька найбільш популярних стратегій, заснованих на таких мульт-

типлікатора, як P/E, P/S, P/CF та ін. В результаті дослідження з'ясувалося, що тільки дві стратегії змогли перевершити ринок після коригування доходності з урахуванням додаткового ризику - стратегії, засновані на показниках EPS Surprise1 і 5-річного ROE2. Більш складні стратегії, які брали показники MVA3 або EVA4, виявилися в числі найгірших. Висновком даного дослідження стало те, що основною рушійною силою ринку акцій є дані про прибутки компаній.

Як вже було сказано вище, природний і соціальний фактори є ключовим при оцінці аграрної корпорації. Тому продуктивність землі (т / га) в результаті має грошовий вираз (грн / га), що є основою виручки (продажів) в сільському господарстві. Враховуючи до того ж витрати на обробку (грн / га) ми приходимо до того, що саме деякий показник на основі прибутку на гектар є найбільш характерним показником в оцінці вартості акцій аграрних компаній. В цьому і проблема для інвестора знайти такий фінансовий показник, який би враховував поточний стан справ в компанії, а також її фактичний земельний банк.

У вітчизняній практиці для аграрних корпорацій не використовують-

ся інші специфічні показники ніж ЕВІТДА. Українська дослідницька компанія Landlord [6], у своєму звіті використовує такий показник як ЕВІТДА на гектар, із приміткою «кращий показник не був виявлений нашими аналітиками» (див. рис. 1). Чому саме так і в яких цілях у дослідженнях не вказується. Такий показник зустрічається і у звітах корпорацій (МХП, Астарта).

На противагу цьому, два найбільших світових інвестори Кларман С. та Баффет У. не люблять цей показник. С. Кларману незрозуміло, чому інвестори раптово прийшли на визнання ЕВІТДА як міри корпоративного потоку грошових коштів. Додавання назад 100% амортизації та знецінень зробило ЕВІТДА навіть менш значущими - реальність полягає в тому, що якщо адекватні капітальні витрати не будуть зроблені, корпорація навряд чи зможе користуватися постійно зростаючим грошовим потоком, а натомість стикнеться зі скороченням фінансових результатів [7].

Баффета У. вражає широке використання ЕВІТДА оскільки на його думку показник використовується «гарного одягання фінансової звітності», та навіть, для «маскування пря-

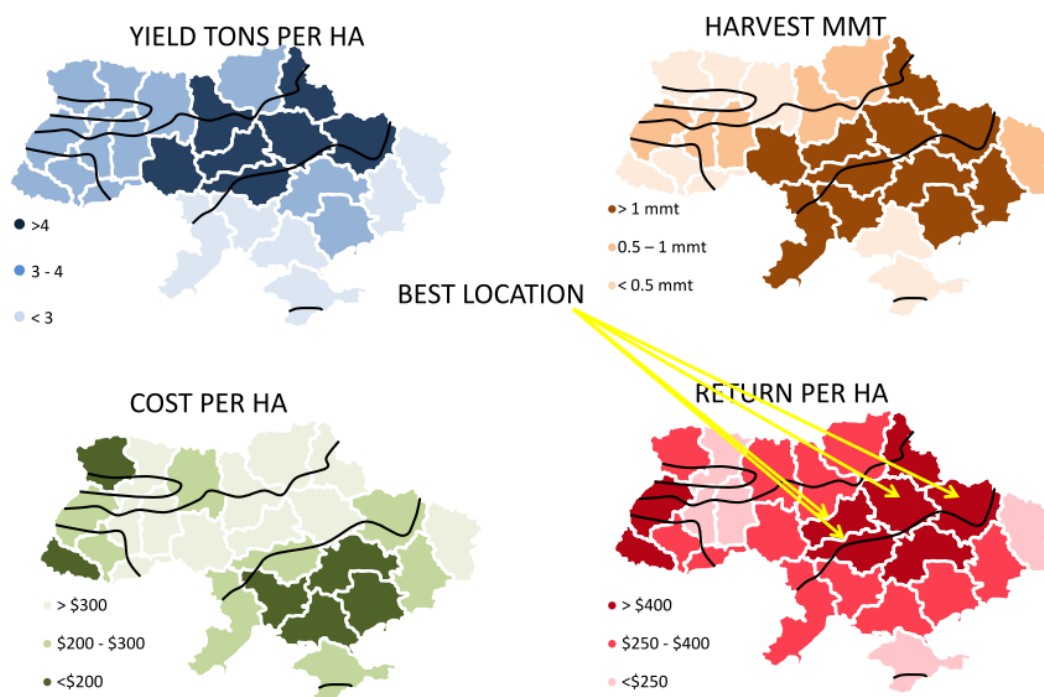


Рис 1. Прибутковість земельних активів по регіонах

Джерело: Укragenконалт

мого шахрайства». Прозорі компанії на прикладі Wal-Mart (WMT), GE і Microsoft - ніколи не використовуватимуть EBITDA у своєму річному звіті [7]

Трехо-Печ К., Уелдон Р., Хаус Л., Салас-Гутьєррес Т. вважають, що EBITDA може використовуватися як основа прогнозування грошових потоків лише для агробізнесу з консервативною практикою бухгалтерського обліку, але також при цьому зазначають, що використання EBITDA є підозрілим, оскільки показник використовує прибутки та амортизаційні відрахування, призначені для заміщення капіталу [8]. На основі цієї властивості, наприклад, Келлер, Годхарт та Вессель називають EBITDA «хорошим показником надзвичайно низької короткострокової здатності погашати відсоткові платежі - більшість компаній не можуть прожити довго, не замінюючи зношені активи» [9].

Чому EBITDA приділяв велику увагу корпоративним фінансам? Чому б не просто використовувати грошові потоки? Можливі причини включають: 1) EBITDA включає в себе менше компонентів, ніж грошові потоки, що полегшують прогноз, 2) EBITDA в цілому виглядає краще, оскільки вона має тенденцію бути більшою, ніж грошові потоки операцій, і 3) звіт про рух грошових коштів досі розглядається як щось «нове» і багато менеджерів не такі знайомі з ним, як і з іншими фінансовими звітами [10].

Враховуючи вищесказане та використовуючи дослідження оцінки агропромислових корпорацій Річардсона [11] для порівняння були обрані прості інвестиційні фінансові показники компаній, такі як EBITDA, FCF (Free Cash Flow), FCFE (Free Cash Flow to Equity)

К. Трехо-Печ, Р. Уелдон, Л. Хаус, Т. Салас-Гутьєррес як альтернативу пропонують використати показники Cash-Flow. Стандартне учбове визначення free cash flow корегує прибутки додаючи назад амортизацію та знецінення та віднімаючи зміни у робочому капіталі та капітальних затратах [11, 12]. Невеликі відмінності в цьому

визначенні вільного руху грошових коштів включають чистий операційний прибуток після оподаткування (NOPAT) замість чистого прибутку [13]. Таке коригування не включає проценти (та інші надзвичайні статті), що забезпечує теоретично безперервний грошовий потік у цілях оцінки, оскільки дозволяє уникнути подвійного підрахунку вартості боргу як у вигляді вільних грошових потоків, так і в вартості капіталу. Тому інвестори повинні враховувати непоточні операційні та фінансові витрати у своїх стратегіях.

Емпіричні результати, представлені Річардсоном та іншими, показують, що з трьох компонентів: загальних витрат, операційних, поточні та неопераційні є менш надійними (менш стійкі з точки зору прогнозування).

(1) $TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta FIN$, де
TACC = загальні відрахування (total accruals)

ΔWC = зміна робочого капіталу
(change in working capital)

ΔNCO = зміна чистих непоточних активів
(change in net non-current operating assets)

ΔFIN = зміна фінансових активів
(change in net financial assets)

А оскільки загальні нарахування розкладаються на операційну та фінансову частину, де операційний компонент, у свою чергу, розкладається на поточний та непоточний елемент (зміна оборотного капіталу та зміна необоротних операційних активів), а фінансовий компонент також розподіляється на фінансові активи та фінансові зобов'язання. Тому слід використовувати альтернативний показник вільного грошового потоку (FCF) замість вільного руху грошових коштів до власного капіталу (FCFE). FCFE визначається (подібно до руху грошових коштів) як різницю між прибутком та загальними нарахованими витратами (2), А скорегований показник слід визначати як різницю між прибутком та загальними нарахованими витратами за винятком змін у фінансових активах (3)

$$FCFE = ROA - TACC \quad (2)$$

$$FCF = ROA - \Delta WC - \Delta NCO \quad (3)$$

де ROA – операційний дохід мінус амортизація

Враховуючи вищесказане та використовуючи різноманітні дослідження оцінки агропромислових корпорацій зазначимо, що досліджувані інвестиційні фінансові показники компаній, такі як EBITDA, FCF (Free Cash Flow), FCFE (Free Cash Flow to Equity) [2] мають сенс, а раціональність їх використання залежить від мети дослідника та горизонтів інвестування (див. Таблицю 2).

Специфіка сільського господарства, де якість землі одночасно є капіталом, і головним фактором і ризиком виробництва потребує оцінки показники із Таблиці 2 на гектар землі, щоб зрозуміти, наскільки компанія ефективно використовує свій земельний банк. Такий підхід вже зустрічався у дослідженнях, проте, на нашу думку використання лише EBITDA для його розрахунку є не досить коректним. Тому ми пропонуємо використовувати усі показники із Таблиці 2 для комплексної оцінки прийняття інвестиційного рішення.

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Для оцінки аграрних корпорацій рекомендується використання дохідного підходу: навіть незважаючи на його високу фондомісткість, в сільському господарстві машини і обладнання багатьох підприємств, що не входять до складу агрохолдингів, мають високу ступінь фізичного і морального зносу, ринкова вартість нерухомості невисока через її розташування, а внаслідок несформованості ринку земель сільськогосподарського призначення їх оцінка може бути не цілком об'єктивною.

Зарубіжні емпіричні дослідження

вже підтвердили, що використання простих фінансових коефіцієнтів і мультиплікаторів при формуванні портфеля може давати хороші результати, що часто переграють складні стратегії.

У статті було визначено набір показників для інвестора, щоб найбільш об'єктивно оцінити майбутній грошовий і надати оцінку в теперішньому. Було встановлено, що EBITDA призначений лише для найкращого представлення компанії, в кращому випадку для короткострокового прогнозування, оскільки ігнорування неминучих капітальних витрат на ведення бізнесу призведе до втрати показниками сенсу при зміні горизонту інвестування. Тому, для середньо і довгострокового інвестування пропонується змінити EBITDA на FCF (Free Cash Flow), FCFE (Free Cash Flow to Equity). Оскільки використання вільного грошового потоку для аграрних корпорацій, що розділяє як поточні операційні нарахування, так і непоточні операційні нарахування дає можливість оцінити реальних грошові потоки безпосередньо від профільного бізнесу корпорації.

Для порівняння аграрних корпорацій на фондовому ринку рекомендується дані показники відображати у відношенні на гектар земельного банку. Це врахує як сильні і слабкі сторони, але в результаті дасть зрозуміти наскільки корпорація ефективно використовує землю та якість її менеджменту.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Станішевський А. Застосування підходів до оцінки бізнесу в рамках реалізації вартісної концепції управління (на прикладі підприємств

Таблиця 2

Специфічні показники для оцінки раціональності інвестування в аграрні корпорації.

Назва показника	Недоліки	Горизонт інвестування
FCF/га	Складний у порівнянні	Довгостроковий
FCFE/га	Не враховує розподіл оперативних, змінних та постійних затрат	Середньостроковий
EBITDA/га	Не враховує амортизаційні відрахування	Короткостроковий (спекулятивний)

Джерело: власні дані автора

лісозаготівельного комплексу Хабаровського краю). - Вісник Тихоокеанського державного університету. -2011. -№ 3. -С. 129-138.

2. International Monetary Fund (IMF). Офіційний сайт, Прес-реліз 2015 року. [Електронний ресурс]. Режим доступу - <http://www.imf.org/external/index.htm>

3. Private Equity Funds and other investments in primary agriculture. Recent trends in CEE and CIS. Global Forum for Food and Agriculture, Berlin, January 2013. European Bank for Reconstruction and Development

4. Бузирев В., Кашина Є., Карнаухов А. Систематизація методів оцінки ефективності діяльності підприємства і формування алгоритму вибору методу в рамках дохідного підходу. - Вісник Іркутської державної економічної академії (Байкальський державний університет економіки і права). -2013. -№ 3. -С. 13-20.

5. Лейфер Л. Оцінка бізнесу в рамках дохідного підходу. прогнозування обсягу продажів на основі інформації про параметри ринку і фундаментальних характеристик компанії. Питання оцінки. 2012. № 4. С. 34-42.

2. International Monetary Fund (IMF). Офіційний сайт, Прес-реліз 2015 року. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.imf.org/external/index.htm>

6. Дружерученко О. Рейтинг 25 найбільш ефективних рослинницьких підприємств України. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://landlord.ua/rejting-25-samih-effektivnih-rastenevodcheskih-kompaniy-ukraini/> Landlord 2016

7. R. Hargreaves. Why You Can't Trust EBITDA. NASDAQ. [Electronic resource] – Access mode: <http://www.nasdaq.com/article/why-you-cant-trust-ebitda-cm836366>

8. Carlos Omar Trejo-Pech Richard Weldon, Lisa House, Tomas Salas-Gutierrez. Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms Selected Paper prepared for presentation at the American Agricultural Economics Association Annual Meeting, Long Beach, California, July 23-26, 2006

9. Koller, T., M. Goedhart, and D. Wessels. Measuring and Managing the Value of Companies. 4th ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005

10. Hertenstein and McKinnon Hertenstein, J., and S. McKinnon. «Solving the Puzzle of the Cash Flow Statement.» Harvard Business School Publishing, Business Horizons ВНО 13(1997).

11. Harvard Business School Publishing - Business Horizons, Richardson, S. A., et al. «Accrual reliability, earnings persistence and stock prices.»

12. Hough, J. Free Cash Flow. Financial Management Theory and Practice. 11th ed: Thomson South Western, 2005.

13. Brigham, E., and M. Ehrhardt. Financial Management Theory and Practice. 11th ed: Thomson South Western, 2005.

14. Улянич Ю. Розвиток капіталізації сільськогосподарських підприємств [Текст]: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами» / Ю.В. Улянич. — Умань, 2012. — 20 с.

15. Укragроконсалт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukragroconsult.com>

REFERENCES

1. Stanishevsky A. Application of approaches to business valuation within the framework of realization of cost management concept (on the example of enterprises of the logging complex of Khabarovsk krai). - Pacific State University Bulletin. -2011. № 3. -С. 129-138.

2. The International Monetary Fund (IMF). Official Website, 2015 Press Release [Electronic resource]. Access Mode - <http://www.imf.org/external/index.htm>

3. Private equity funds and other investments in primary agriculture. Recent trends in CEE and CIS. Global Forum for Food and Agriculture, Berlin, January 2013. European Bank for Reconstruction and Development

4. Buzirev V., Kashina Y., Karnaukhov A. Systematization of methods for

assessing the effectiveness of the enterprise and the formation of an algorithm for selecting a method in the framework of the income approach. - Bulletin of the Irkutsk State Economic Academy (Baikal State University of Economics and Law). -2013. № 3. -С. 13-20.

5. Leifer L. Evaluation of business in the framework of the income approach. forecast sales volume based on information on market parameters and fundamental characteristics of the company. Question of evaluation. 2012. No. 4. P. 34-42.

2. The International Monetary Fund (IMF). Official Website, 2015 Press Release [Electronic resource]. Access mode: <http://www.imf.org/external/index.htm>

6. Druzhuruchenko O. The rating of 25 most effective crop production enterprises of Ukraine. [Electronic resource]. Access mode: <http://landlord.ua/rejting-25-samih-effectivnih-rastenevodcheskih-kompaniy-ukraini/> Landlord 2016

7. R. Hargreaves. Why You Can not Trust EBITDA. NASDAQ [Electronic resource] - Access mode: <http://www.nasdaq.com/article/why-you-cant-trust-ebitda-cm836366>

8. Carlos Omar Trejo-Pech Richard Weldon, Lisa House, Tomas Salas-Gutierrez. Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms Selected Paper prepared for presentation at the American Agricultural Economics Association Annual Meeting in Long Beach, California, July 23-26, 2006

9. Koller, T., M. Goedhart, and D. Wessels. Measuring and Managing the Value of Companies. 4th ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005

10. Hertenstein and McKinnon Hertenstein, J., and S. McKinnon. «Solving the Puzzle of the Cash Flow Statement.» Harvard Business School Publishing, Business Horizons BHO 13 (1997).

11. Harvard Business School Publishing - Business Horizons, Richardson, S.A., et al. «Accrual reliability, earnings persistence and stock prices.»

12. Hough, J. Free Cash Flow. Financial Management Theory and Practice. 11th ed: Thomson South Western, 2005.

13. Brigham, E., and M. Ehrhardt. Financial Management Theory and Practice. 11th ed: Thomson South Western, 2005.

14. Ulyanych Y. Development of capitalization of agricultural enterprises [Text]: author's abstract. dis for obtaining sciences. Candidate Degree econ Sciences: special 08.00.04 «Economics and management of enterprises» / Yu.V. Ulyanich - Uman, 2012. - 20 s.

15. Ukrragoconsult [Electronic resource]. - Access mode: <http://www.ukrragoconsult.com>