

10. Сталій розвиток як парадигма суспільного зростання XXI ст. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.geograf.com.ua/geoinfocentre/20-human-geography-ukraine-world/273-stalyi-rozvytok-yak-paradygma-susplnogo-zrostannya-21-st>

11. Сучасні особливості взаємодії суспільства і природи: екологічні аспекти охорони навколишнього природного середовища [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kostytsky.com.ua/upload/doc/1-2.pdf>

1. Danylyshyn B.M. Ekologichna skladova polityky stalogo rozvytku: monografiya / B.M.Danylyshyn. — Doneczk: TOV «Yugo-Vostok, Ltd», 2008. — 256 s.

2. Dejli G. Poza zrostannya. Ekonomichna teoriya stalogo rozvytku / G.Dejli; [per. z angl.]. — K.: Intelsfera, 2002. — 246 s

3. Efremov A. Ustojchyvoe yly' garmonychnoe (s ekosystemoj) razvytye — chemu otdat' predpochtenye? / A. Efremov // Ekonomika Ukrainy. — #2. — 2008. — S. 85-90.

4. Zerkalov D.V. Problemy ekologiyi stalogo rozvytku: monografiya /D.V.Zerkalov. — K.: Osnova, 2013. — 430 s.

5. Kornijchuk L., Shevchuk V. Ustojchyvoe razvytye y' global'naya my'ssya Ukrainy / L. Kornijchuk, V. Shevchuk // Ekonomika Ukrainy. — #5. — 2009. — S. 4-14.

6. Kostyckyj V. Konstytucijne reguluvannya oхорony dovkillya: ukrajins'kyj ta svitovyj dosvid / V. Kostyckyj //Pravo Ukrainy — 2003. — # 10. — S. 49-55.

7. Nacional'na paradygma stalogo rozvytku Ukrainy / B.Ye. Patona. — K.: Derzhavna ustanova "Instytut ekonomiky pryrodokorystuvannya ta stalogo rozvytku Nacional'noi akademiyi nauk Ukrainy", 2012. — 72 s.

8. Potapenko V.G. Analiz makroindeksiv ekonomichnoi ta ekologichnoi bezpeky / V.G.Potapenko, P.Yu.Kakutich // Stalyj rozvytok ta ekologichna bezpeka suspilstva: teoriya, metodologiya, praktyka / Ye.V. Xlobystova. — SumDU, NDI SRP. — Simferopol': Y'T «ARYAL», 2011. — 589s.

9. Sadekov A.A. Ekologicheskoe kachestvo v gymochnykh strategyax predpryatyaya /A.A.Sadekov // Ekonomika, menedzhment, pidpryemnyctvo: Zb. nauk. pr. — 2001. — # 4. — S. 6-10

10. Stalyj rozvytok yak paradygma suspil'nogo zrostannya XXI st. [Elektronnyj resurs]. — Rezhy'm dostupu: <http://www.geograf.com.ua/geoinfocentre/20-human-geography-ukraine-world/273-stalyi-rozvytok-yak-paradygma-susplnogo-zrostannya-21-st>

11. Suchasni osoblyvosti vzayemodiyi suspilstva i pryrody: ekologichni aspekty oхorony navkolyshn'ogo pryrodnogo seredovyssha [Elektronnyj resurs]. — Rezhy'm dostupu: <http://www.kostytsky.com.ua/upload/doc/1-2.pdf>

Рецензент Балджи М.Д., д.е.н., професор кафедри економіки та управління національним господарством Одеського національного економічного університету.

20.02.2014

УДК 658.168.13:330.13

Тарасова Ольга

ОСНОВНІ МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ В ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ-ПОГЛИНАННЯ

Автор статті зробив спробу узагальнити теоретичні уявлення, уточнити економічну сутність категорій «вартість», «оцінка бізнесу». Визначити види вартості, які використовуються при оцінці компанії для цілей злиттів-поглинань. Серед них: інвестиційна (обґрунтована вартість компанії для конкретного власника), ринкова (вартість, що розраховується як системи елементів (активів), тобто вартість елементів (активів) плюс системний ефект (goodwill)), фундаментальна вартість (величина акціонерного капіталу, заснована на аналізі внутрішніх (фундаментальних) чинників, які відображають суть бізнесу; визначається шляхом прогнозування грошових потоків без урахування «надлишків» таких як goodwill). Необхідність вирішення завдань наукового вивчення та практичного впровадження адекватних теоретичних і методичних підходів до оцінки вартості вітчизняних компаній, а також недостатня розробленість проблеми, зумовили актуальність даної статті.

Ключові слова: вартість, компанія, акціонер, інвестор, оцінка бізнесу, злиття-поглинання, методологічні підходи.

ОСНОВНЫЕ МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ В ПРОЦЕССЕ СЛИЯНИЯ-ПОГЛОЩЕНИЯ

Автор статьи сделал попытку обобщить теоретические представления, уточнить экономическую сущность категорий «стоимость», «оценка бизнеса». Определить виды стоимости, используемые при оценке компании для целей слияний - поглощений. Среди них: инвестиционная (обоснованная стоимость компании для конкретного владельца), рыночная (стоимость, которая рассчитывается как системы элементов (активов), то есть стоимость элементов (активов) плюс системный эффект (goodwill)), фундаментальная стоимость (величина акционерного капитала, основанная на анализе внутренних (фундаментальных) факторов, которые отражают суть бизнеса; определяется путем прогнозирования денежных потоков без учета «излишков» как goodwill). Необходимость решения задач научного изучения и практического внедрения адекватных теоретических и методических подходов к оценке стоимости отечественных компаний, а также недостаточная разработанность проблемы обусловили актуальность данной статьи.

Ключевые слова: стоимость, компания, акционер, инвестор, оценка бизнеса, слияния-поглощения, методологические подходы.

Tarasova Olga

MAIN METHODOLOGICAL APPROACHES TO EVALUATION OF COMPANIES IN THE PROCESS OF M & A

The author made an attempt to summarize the theoretical ideas, to clarify the economic substance of the categories of «value», «business valuation». Determine types of value used in the assessment for the purposes of mergers – acquisitions. These include: investment (reasonable value for a particular company owner), market (price, calculated as system of the elements (assets) – the cost of elements (assets) plus systemic effect (goodwill)), the fundamental value (value of equity-based analysis internal (fundamental) factors that reflect the essence of the business, is calculated by forecasting cash flows excluding "surplus" such as goodwill). Requirement to decide the problems of scientific study and practical implementation of adequate theoretical and methodological approaches to the valuation of domestic companies, as well as the lack of a problem caused the relevance of this article.

Keywords: value, company, a shareholder, investor, business valuation, mergers and acquisitions, methodological approaches.

Постановка проблеми. Основним індикатором оцінки рівня сталого розвитку господарюючого суб'єкта, його конкурентоспроможності, збалансованості інтересів різних учасників ринкових відносин, що відображає внутрішні бізнес-процеси і зовнішнє оточення в умовах нестабільності економічної обстановки є показник вартості компанії. Для вітчизняної економічної науки проблема оцінки вартості компанії маловивчена. Це пов'язано з тим, що протягом усього періоду функціонування адміністративно-командної системи господарювання і превалювання державної власності була відсутня потреба в незалежній експертизі вартості підприємства. Єдиним способом була оцінка на основі балансової вартості, що виключало облік таких чинників, що впливає на вартість підприємства, як його позиціонування на ринку, рівень прибутковості, якість виробленої продукції, ступінь ризику та інших.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У сучасній науковій літературі з проблем оцінки переважають роботи західних вчених, таких як А. Дамадаран, Ф. Модельяні і М. Міллер, З. Боді і Р. Мертон, Ш. П. Пратт, де розглядаються теоретичні та методологічні положення в галузі оцінки вартості компанії, які склалися в країнах з розвинутою ринковою економікою. Разом з тим останнім часом питання визначення вартості компанії в умовах ринку, що розвивається стали знаходити відображення у працях економістів: С. В. Валдайцева, В. В. Григор'єва, А. Г. Грязновой, М. А. Федотової.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Проблеми оцінки компанії в економічній літературі розглядаються в загальному розрізі, без врахування таких проблем та факторів як: економічне середовище, робота в умовах нестабільної ринкової економіки, тим паче таких складних процесів як злиття-поглинання. Йдеться про комплекс проблем - від вирішення питань теоретичного характеру, пов'язаних з визначенням категоріального апарату, що використовується при оцінці компанії, до розробки методичних підходів та розрахунку самої вартості. Трактуювання поняття вартість різноманітно і частково суперечливо, що теж потребує уточнення та конкретизації.

Цілі статті. Узагальнити теоретичні уявлення, уточнити економічну сутність категорій «вартість» (визначити її особливості як об'єкта оцінки) і «оцінка бізнесу». Виділити види вартості

бізнесу, що відображають джерела утворення доходу та є найбільш адекватними для аналізу та оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання. Показати взаємозв'язок між видами вартості в рамках угод злиттів – поглинань.

Основний матеріал дослідження. Вартість взагалі - це одна з основних категорій товарної форми господарювання, яка ґрунтується на здатності економічного блага обмінюватись на інше у відповідному еквіваленті. Протягом XVII-XIX віків були сформовані кілька підходів до визначення вартості, які поклали початок сучасній концепції оцінки вартості бізнесу, що істотно розрізняються методологією дослідження, а саме:

- Теорія трудової вартості (найбільший розвиток ця теорія отримала в працях Карла Маркса [1]). Карл Маркс обмежився міркуванням, що в основі визначення величини вартості є суспільно необхідний робочий час. А стосовно міри вартості зауважив, що нею є проста праця. Однак, з погляду господарської практики, нормативного підходу такі загальники виглядають непереконливими. Вони, зокрема, не піддаються обчисленням, не є продуктивними з погляду економічної практики.

- Теорія маржиналізму чи теорія граничної корисності (основоположники К. Менгер, У. С. Джевонс, Є. Бем-Баверк і Л. Вальрас) висловлює принципово інші позиції до з'ясування основи обміну, джерел й основи «субстанції» вартості (цінності), її сутності. Фундаментальний висновок з цього питання зводиться до твердження, що люди обмінюються, оскільки вони мають потреби, а основою обміну є корисність. Корисність є властивістю споживної вартості товару, властивість, якою згідно з теорією трудової вартості, товари відрізняються між собою [2]. Основними недоліками концепції маржиналізму з точки зору методології вважаємо твердження про ідеологічну нейтральність економічного аналізу незалежно від типу суспільства; статичний підхід (розгляд економіки в застиглому стані) та проповідування статичної рівноваги економіки (коли попит дорівнює пропозиції); розгляд економічних суб'єктів як однорідних та рівноправних (що означає абстрагування від існування монополій).

- Теоретична суперечка двох концепцій щодо такої фундаментальної проблеми економічної науки, як вартості (цінності), привела до компромісу, якого дійшли такі видатні економісти, як А. Маршалл та М. Туган-Барановський і намагалися синтезувати обидва підходи до пояснення ціни. Обидва підходи до вартості – з позицій трудової вартості та граничної корисності – виявилися на їхню думку, складниками ширшого підходу до проблеми: з погляду взаємодії ринкових сил – попиту і пропозиції. Отже, цінність (вартість) товару визначена і витратами і виробництва, і корисністю [3].

Основна увага економічної науки з початку XX ст. переорієнтувалася переважно на з'ясування функціональних залежностей в економіці, дослідження ціни та практики ціноутворення. Глибинні зміни у виробництві та споживанні наприкінці XX ст. активізували інтерес до джерел отримання вартості.

Тракування поняття вартість різноманітно і частково суперечливо. Так, Ф. Модельяні і М. Міллер наголошували, що вартість будь-якої фірми визначається виключно її майбутніми доходами, отже, не залежить від співвідношення акціонерного і позикового капіталу [4]. А. Дамодаран, А. Р. Брейлі, А. С. Майерс в своїх дослідженнях писали, що «вартість бізнесу — це вартість корисності (у формі наведених очікуваних у майбутньому сальдових потоків), що генерується всіма активами компанії» [5].

В свою чергу К. Уолш [6] ототожнює вартість компанії і її ринкову капіталізацію, визначаючи ринкову капіталізацію як суму поточної ринкової вартості позикового і власного капіталу компанії. Однак, на наш погляд, дані поняття слід розрізняти, так як капіталізація компанії завжди менше її ринкової вартості. Вона не враховує надбавок і премій за контроль і розраховується на основі вартості котирувань міноритарного пакета акцій. Тому доцільно вважати економічний зміст поняття «ринкова вартість» ширше, ніж поняття «ринкова капіталізація».

Вартість акціонерного товариства визначається як найбільш вірогідна ціна в грошовому еквіваленті, що формується завдяки його функціонуванню як діючого та єдиного цілого і за яку акції товариства могли бути продані на відкритому конкурентному ринку за умови, що кожна сторона угоди діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу. Мірою вартості акціонерного товариства при цьому є капітальна чи самозростаюча вартість. З точки зору вітчизняної практики оцінки під вартістю компанії (підприємства, бізнесу) розуміють «еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей» [7].

Проаналізувавши представлені визначення економічного поняття «вартість», а також беручи до уваги практичну точку зору, робимо висновок, що вартість товару виникає залежно від системи цілей і преференцій, а також від поля прийняття рішень суб'єкта оцінки (компанії) виходячи з його індивідуальної граничної корисності. Вартість (цінність) висловлює користь або

вигоду, яку очікує суб'єкт оцінки (до певного моменту часу і в визначеному місці), беручи до уваги всі наявні об'єкти порівняння. Тобто об'єкт оцінки має вартість тільки щодо конкретного суб'єкта оцінки. Згідно з цим він не може володіти загальноприйнятною цінністю, тобто «вартістю як такою», а представляє для кожного свою виняткову цінність.

В економічній літературі відсутня і єдина думка щодо трактування терміна «оцінка». Більшість фахівців сходяться на думці, що оцінка є відображенням суб'єктивних уявлень про майбутні вигоди власника активу (об'єктивно існуючої вартості). Різниця точок зору стосовно даного питання обумовлено тим, що деякі вчені при його визначенні роблять акцент на отриманих результатах, а інші на елементах і характеристиках оцінки як процесу. Таку розбіжність згадує визначення оцінки, представлене в стандартах Американського товариства оцінювачів [8]: «оцінка бізнесу – це акт або процес підготовки висновку, або визначення вартості підприємства, або частки акціонерів у його капіталі».

В. Григор'єв та І. Островкін під оцінкою розуміють науково обґрунтовану думку експерта-оцінювача про вартість об'єкта, що підлягає оцінці, так і процес визначення вартості об'єкта [9].

Значущим є думка Г.І. Сичової, Є.Б. Колбачева, В.А. Сивева, М.А. Козодаєва, М.В. Пилова про те, що оцінка бізнесу – це процес встановлення експертом-оцінювачем вартості об'єкта оцінки для специфічних цілей, результатом якого є науково обґрунтована думка про вартість оцінюваного об'єкта на дату оцінки в грошовому вираженні [10]. Таке трактування дозволяє виявити ряд специфічних елементів, що характеризують розгляд оцінки вартості як процесу; об'єкт і суб'єкт оцінки; система показників і їх критеріальні значення; шкала вимірювань; терміни оцінки; безпосередня оцінка як отриманий результат, а також ступінь взаємозв'язку і співвідношення між цими елементами.

В основі смислової ідентифікації оцінки бізнесу лежить ототожнення даного терміну з розрахунком вартості об'єкта. Разом з тим необхідно підкреслити, що слово «оцінка», передбачає визначення ціни об'єкта, а не його вартості, оскільки в українській мові «ціна» і «вартість» мають принципову відмінність і не є синонімічні один одному. «Ціна» показує отриману власником вигоду в момент реалізації об'єкта. У той час як «вартість» відображає витрати, пов'язані з функціонуванням об'єкта та понесені власником у фіксований момент часу. Однак, слово «оцінка» передбачає встановлення ціни, вартості, кількісних і якісних параметрів об'єкта, іншими словами спостерігається діалектична єдність цих двох понять. Тому під терміном «оцінка» необхідно розуміти визначення не тільки вартості об'єкта, але й ціни [11].

Ряд дослідників визначають оцінку компанії, акцентуючи увагу на кінцевих результатах деякого процесу, який являє собою певне судження або думку про цінність, рівні або значимості чого-небудь. Так М. Ю. Мачці і Г. Брезель під оцінкою розуміють «присвоєння суб'єктом оцінки певному предмету - об'єкту оцінки - цінності, вираженої переважно в грошовій формі» [12]. У роботі В. А. Щербакова, Н. А. Щербакової відзначається, що оцінка підприємства являє собою «визначення в грошовому вираженні вартості підприємства, яка враховує його корисність і витрати, пов'язані з отриманням цієї корисності» [13].

Звідси робимо висновок, що бізнес має вартість лише в тому випадку, якщо може бути корисний потенційному власнику. Таким чином, вартість бізнесу – це прояви ділової активності компанії, сутністю яких є фактичне або потенційне прирощення потоків економічних вигод, достатніх для задоволення очікувань власників вкладеного капіталу (в тому числі нематеріальних активів) з урахуванням притаманної цим вкладенням часткою ризику [14]. А оцінка вартості являє собою певний процес моделювання майбутніх грошових потоків та прийняття рішень про способи і методи оцінки цих потоків. Сам процес оцінки являє собою комплекс необхідних обчислювальних процедур для встановлення вартості, в ході якого необхідно враховувати все розмаїття факторів, що формують вартість компанії, цілей і завдань, що вирішуються різними суб'єктами в системі оціночної діяльності. Об'єктом оцінки є вартості компанії-цілі як цілісного діючого бізнесу, системи, яка на ринку цілком може бути реалізована, як весь комплекс, так і окремими підсистемами або навіть елементами. Фактично, товаром можна назвати навіть не весь бізнес, як такий, а окремі складові цього єдиного цілого. При цьому метою є виділити ті елементи, які, як очікується, будуть виробляти грошові потоки, які покупцеві потрібно оцінити, щоб визначити вартість компанії в цілому. Відповідно вартість бізнесу є віддзеркаленням результатів його діяльності, а оцінка вартості передбачає оцінку мажоритарного і міноритарного пакета акцій підприємства, оцінку майнового комплексу (активів компанії) – будівель, споруд, мереж, комунікацій, земельних ділянок, транспортних засобів і устаткування, а також фінансових потоків підприємства. Не менш важливими є також персонал з його напрацьованими знаннями і досвідом, клієнтська база, мережі постачальників та споживачів.

Не знаючи вартості досить складно робити обґрунтовані рішення щодо продажу або купівлі прав власника. Оцінка вартості компаній до і після злиття - поглинання є одним з основних елементів власне стратегії злиття і поглинань з двох причин. По-перше, оцінка вартості перспективних для злиття компаній є ключовим фактором оцінки економічної доцільності злиття або поглинання. По-друге, оцінка різних показників компаній після здійснення злиття дозволяє проаналізувати чинники, що вплинули на успіх чи невдачу злиття, і зробити висновки для подальшого здійснення фінансової стратегії.

Методологія оцінки вартості конкретного об'єкта залежить від виду вартості, що необхідно визначити в рамках того чи іншого завдання. Задля узагальнення та систематизації видів вартості, що існують в теорії та практиці оціночної діяльності, було проаналізовано ряд робіт учених-економістів, практиків-оцінювачів та нормативно-правові документи різних країн світу. У результаті зазначеного аналізу було виявлено розбіжності не тільки у визначенні сутності видів вартості в різних державах (такі види вартості наявні в стандартах оцінки, які зафіксовані нормативними положеннями Кабінету міністрів України як: оціночна, поточна та переоцінена вартість), а й у переліку самих видів вартості, які є представленими в стандартах оцінки однієї країни і не розраховуються в іншій. Дана проблематика спричинена в першу чергу невідповідністю стандартів бухгалтерського обліку в різних країнах, специфікою законодавства, рівнем розвитку окремих ринків країни тощо.

Отже при формуванні класифікації видів вартості, що використовуються при оцінці в різних цілях в умовах вітчизняної економіки, за основу було обрано види вартості, представлені в Національних стандартах оцінки України, та розширені окремими видами вартості, що обґрунтовано пропонуються вітчизняними науковцями.

Основною ознакою вибору адекватного виду вартості бізнесу в нашому випадку (аналіз оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання) – є джерело формування доходу. Відповідно цьому можна виділити найбільш часто вживані види вартості, що відображають джерела утворення доходу:

- обґрунтована ринкова вартість;
- інвестиційна вартість;
- внутрішня (фундаментальна вартість).

Аналізуючи праці зарубіжних та вітчизняних вчених-економістів, не знаходимо різних відмінностей в визначенні категорії ринкова вартість. При цьому під обґрунтованою ринковою вартістю об'єкта оцінки, як базовою і найбільш поширеною формою прояву категорії вартість, пропонуємо розуміти вартість, що формується на конкурентному ринку під впливом різноманітних чинників на дату оцінки за угодою, що вже сталася (тобто відображає минулий стан об'єкта), укладеної між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що всі учасники угоди діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу. Обґрунтована ринкова вартість компанії розраховується як системи елементів (активів), тобто вартість елементів (активів) плюс системний ефект.

В економічній літературі синонімами ринкової вартості також виступають поняття фундаментальна і внутрішня вартість, однак на наш погляд це не відповідає дійсності.

Щодо трактування економічної категорії фундаментальна (внутрішня, реальна вартість), то тут не існує єдиної точки зору серед економістів. Аналіз економічної літератури дає можливість сформулювати визначення фундаментальної вартості публічного акціонерного товариства, як розрахункової величини акціонерного капіталу, заснованої на аналізі внутрішніх (фундаментальних) чинників, які відображають суть бізнесу; визначається шляхом прогнозування грошових потоків без урахування «надлишків» таких як goodwill; залежить від об'єктивного аналітичного висновку незалежного експерта-оцінювача, а не від цілей конкретного інвестора та базується на знаннях та обліку фінансового та економічного стану об'єкта оцінки, а також перспектив одержання прибутку та чистого доходу.

Деякі економісти вказують на взаємний зв'язок між вартістю акцій компанії і її ринковою капіталізацією. Відомий інвестор і вчений Дж. Сорос позначив взаємний зв'язок між рівнем цін акцій компанії і її фундаментальними економічними характеристиками, вираженими через прибуток, поняттям рефлексивності [15]. Позитивна оцінка компанії фондовим ринком (високий показник P / E) згідно теорії рефлексивності Сороса веде до підвищення прибутковості компанії. Для доказу цієї ідеї Сорос наводить приклад, пов'язаний з ринком злиттів - поглинань. Так в кінці 60-х рр. в США акції високотехнологічних оборонних компаній були переоцінені інвесторами. Даний факт дозволив цим компаніям поглинути кілька інших компаній з більш низьким P / E

шляхом конвертації власних акцій в рамках додаткових емісій. В результаті цього прибуток на акцію головної компанії (у якої був вищий P / E) зріс.

Математично взаємозв'язок між ринковою капіталізацією та фундаментальною внутрішньою ринковою вартістю можна позначити таким чином:

$$MC = f(FV); FV = g(MC),$$

де MC – ринкова капіталізація компанії;

FV – фундаментальна (внутрішня) вартість компанії.

Ринкова вартість консолідованих (тут і далі під консолідованими компаніями розуміємо компанії, що беруть участь в операції злиття – поглинання) компаній або активів у рамках злиття - поглинання виступає в якості величини, що не залежить від самої угоди злиття або поглинання та її фінансових умов. В рамках злиття і поглинання для оцінки ефективності угоди необхідно також визначення ринкової вартості консолідованої компанії.

Консолідована компанія – компанія, уворена в результаті реалізації угоди злиття, що діє як єдиний або сукупність контрольованих суб'єктів.

Виходячи з мотивації учасників угод злиттів - поглинань, реалізувати можливі синергитичні ефекти і збільшити вартість компанії в рамках оцінки вартості компанії, також може виникати потреба в оцінці інвестиційної вартості, яка повинна бути більше ринкової вартості, що можливо в тому числі і за рахунок появи синергії між даною компанією і іншими бізнес-активами даного інвестора. Інвестиційна вартість компанії в даному випадку враховує вартість синергитичного ефекту для компанії, яка ініціює операцію.

Взаємозв'язок ринкової (РВ) та інвестиційної (ІВ) вартостей, які можуть виступати в якості об'єктів оцінки при злиттях - поглинаннях, можна представити наступними залежностями:

$\begin{aligned} &РВ (А) + РВ (Б) + ІВ (синергії АБ) = РВ (АБ); \\ &РВ (А) + ІВ (Б для А) = РВ (АБ); \\ &РВ (Б) + ІВ (А для Б) = РВ (АБ); \\ &ІВ (А для Б) = РВ (А) + ІВ (ефекту синергії між А і Б) \end{aligned}$

Висновки із зазначених проблем і перспективи подальших досліджень. Таким чином, при оцінці вартості в рамках угод злиттів - поглинань можуть бути оцінені наступні компоненти – ринкова вартість компаній, що беруть участь в угоді, ринкова вартість консолідованої компанії (порівняння якої з сумою ринкових вартостей незалежних компаній (А + Б) буде свідчити про наявність або відсутність синергії та ефективності угоди), інвестиційна вартість синергитичного ефекту (набагато важче реалізувати на практиці, так як вартість синергії залежить не тільки від грошових потоків, але й зміни рівня ризиків, властивих грошовим потокам консолідованої компанії, що на практиці характерно для більшості угод М&А), а також фундаментальна вартість компанії (дасть змогу визначити «чисту» вартість компанії як системи елементів (активів) без системних ефектів у вигляді goodwill).

Наступним кроком після виявлення необхідного виду вартості, що відбиває мету оцінки є вибір необхідних процедур і методів оцінки. Ці проблемні питання будуть покладені в основу наших подальших досліджень.

Література

1. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. – Т. I. – Кн. I / Пер. з нім. за ред. Д.Рабиновича. – К.: Партвидав ЦК КП(б)У, 1934. – С. 833-839; Т. III. – Ч.I. – Кн. III. – Пер. з нім за ред. Д.Рабиновича. – К.: Партвидав ЦК КП(б)У, 1936. – С. 437-439.
2. Мочерний С.В. Економічна теорія: посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С.В. Мочерний. – К.: Академія, 1999. – 592 с.
3. Ватаманюк З.І., Панчишин С.М. Вступ до економічної теорії: Підручник / Ватаманюк, С. Панчишин та ін.– 3-є вид. – Львів: Новий світ-2000, 2007. – 504с.
4. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // F. Modigliani, M. Miller. American Economic Review, June 1958.
5. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – 2-е русск. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.). – М., 2008. – 1008 с.
6. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш; [пер. с англ.]. – М.: Дело, 2000. – 360 с.

7. Національний стандарт «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» від 10 вересня 2003 г. – № 1440.
 8. Американаские стандарты оценки (American Society of Appraisers – ASA) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.appraisalfoundation.org>
 9. Григорьев В.В. Оценка предприятия. Имущественный подход / В.В. Григорьев, И.М. Островкин. – М.: Дело, 1998. – 224 с.
 10. Козодаев М.А. оценка и бизнес / М.А. Козодаев, М.В. Пылов. – М.: ОЛМА-ПРЕСС Инвест.: Институт экономических стратегий, 2003. – 128 с.
 11. Фомин П.А. Оценка эффективности использования финансов предприятия в условиях рыночной экономики / П.А. Фомин, В.В. Хохлов. – М.: Высшая школа, 2007. – 284 с.
 12. Мачке М.Ю., Брѐзэль Г. Основные черты функциональной оценки предприятий / И.Л. Артеменнов, В.А. Вольнова, Л.А. Лейфер, Е.И. Нейман. // На рубеже 20-летия: сб. научн.-метод. ст. – М.: ООО «Российское общество оценщиков», 2013. – С. 110-141.
 13. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега-Л, 2006. – 2008 с.
 14. Асканова О.В., Карпенко А.В. Эволюция подходов к осознанию сущности понятия стоимости бизнеса и её оценки / О.В. Асканова, А.В. Карпенко // Общество: политика, экономика. – 2010. – № 2. – С. 38-42.
 15. Сорос Д. Алхимия финансов / Д. Сорос. – М.: Инфра-М, 2001. – 208 с.
-
1. Makrs K. Kapital. Kry`ty`ka polity`chnoyi ekonomiyi. – T. I. – Kn. I / Per. z nim. za red. D.Raby`novy`cha. – K.: Partvy`dav CzK KP(b)U, 1934. – S. 833-839; T. III. – Ch.I. – Kn. III. – Per. z nim za red. D.Raby`novy`cha. – K.: Partvy`dav CzK KP(b)U, 1936. – S. 437-439.
 2. Mocherny`j S.V. Ekonomichna teoriya: posib. dlya stud. vy`shh. navch. zakl. / S.V. Mocherny`j. – K.: Akademiya, 1999. – 592 s.
 3. Vatamanyuk 3.I., Panchy`shy`n S.M. Vstup do ekonomichnoyi teorii: Pidruchny`k / Z. Vatamanyuk, S. Panchy`shy`n ta in.– 3-ye vy`d. – L`viv: Novy`j svit-2000, 2007. – 504s.
 4. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // F. Modigliani, M. Miller. American Economic Review, June 1958.
 5. Brejly` R. Majers S. Pry`ncy`ry korporaty`vny`x fy`nansov. – 2-e russk. y`zd. (per. s 7-go mezhdunar. y`zd.). – M., 2008. – 1008 s.
 6. Uolsh K. Klyuchevye pokazately` menedzhmenta. Kak analy`zy`rovat` y` kontroly`rovat` dannye, opredelyayushhy`e stoy`most` kompany`y` / K. Uolsh; [per. s angl.]. – M.: Delo, 2000. – 360 s.
 7. Nacional`ny`j standart «Zagal`ni zasady` ocinky` majna i majnovy`x prav» vid 10 veresnya 2003 g. – # 1440.
 8. Amery`nasky`e standarty` ocenky` (American Society of Appraisers – ASA) [Elektronny`j resurs]. – Rezhym` dostupu: <http://www.appraisalfoundation.org>
 9. Gry`gor`ev V.V. Ocenka prepry`yaty`ya. Y`mushhestvenny`j podxod / V.V. Gry`gor`ev, Y`.M. Ostrovky`n. – M.: Delo, 1998. – 224 s.
 10. Kozodaev M.A. ocenka y` by`znes / M.A. Kozodaev, M.V. Pylov. – M.: OLMA-PRESS Y`nvest.: Y`nsty`t ekonomy`chesky`x strategy`j, 2003. – 128 s.
 11. Fomy`n P.A. Ocenka efekty`vnosty` y`spol`zovany`ya fy`nansov predpry`yaty`ya v uslovy`yax rymochnoj ekonomy`ky` / P.A. Fomy`n, V.V. Xoxlov. – M.: Vysshaya shkola, 2007. – 284 s.
 12. Machke M.Yu., Brѐzəl` G. Osnovnye cherty funkcy`onal`noj ocenky` predpry`yaty`j / Y`.L. Artemennov, V.A. Vol`nova, L.A. Lejfer, E.Y`. Nejman. // Na rubezhe 20-lety`ya: sb. nauchn.-metod. st. – M.: ООО «Rossy`jskoe obshhestvo ocenshhy`kov», 2013. – S. 110-141.
 13. Shherbakov V.A. Ocenka stoy`mosty` predpry`yaty`ya (by`znesa) / V.A. Shherbakov, N.A. Shherbakova. – M.: Omega-L, 2006. – 2008 s.
 14. Askanova O.V., Karpenko A.V. Эволюция подходов к осознанию сущности понятию стоимости бизнеса и её оценки / О.В. Асканова, А.В. Карпенко // Общество: политика, экономика. – 2010. – # 2. – С. 38-42.
 15. Soros D. Alxy`my`ya fy`nansov / D. Soros. – M.: Y`nfra-M, 2001. – 208 s.

Рецензент Кубліков В.К., д.е.н., професор, завідувач кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету.

6.02.2014