

СТАНІСЛАВИКОлена В'ячеславівна
elenastanislyvyk@ukr.netк.е.н., доцент, Одеський
національний політехнічний
університет**КОВАЛЕНКО**Олександр Михайлович
almkov@rambler.ruд.е.н., доцент, професор, Одеський
національний політехнічний
університет

УДК 330.342.2

ПОНОМАРЕНКОРостислав Сергійович
ponomarenko2106@gmail.com**МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ ЕФЕКТУ СИНЕРГІЇ В КОРПОРАТИВНИХ СИСТЕМАХ ТА ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ КОРПОРАТИВНОГО РЕЙДЕРСТВА В УКРАЇНІ****METHODICAL ASPECTS OF ASSESSMENT OF EFFECT OF SYNERGY IN CORPORATE SYSTEMS AND ECONOMICAL AND LEGAL BASES OF CORPORATE RAIDING IN UKRAINE**

Сформульовано з новим науковим змістом визначення поняття «ефект синергії». Визначено недоліки існуючих сьогодні моделей оцінки ефекту синергії. Запропоновано використання методичного підходу до оцінки ефекту синергії на основі показника «Чистий Наведений Ефект Синергії». Досліджено економіко-правові аспекти рейдерства, як форми силового поглинання підприємства проти волі його власника. Розглянуто особливості формування акціонерного капіталу в процесі приватизації в Україні.

Сформулировано с новым научным содержанием определение понятия «эффект синергии». Определены недостатки существующих сегодня моделей оценки эффекта синергии. Предложено использование методического подхода к оценке эффекта синергии на основе показателя «Чистый приведенный эффект синергии». Исследованы экономико-правовые аспекты рейдерства, как формы силового поглощения предприятия против воли его собственника. Рассмотрены особенности формирования акционерного капитала в процессе приватизации в Украине.

Definition of the concept "effect of synergy" is formulated with new scientific contents. Shortcomings of the models of assessment of effect of synergy existing today are defined. Use of methodical approach to assessment of synergy effect on the basis of indicator "Net Present Value Synergies" is offered. It is investigated economical and legal aspects of raiding as forms of power merger of the enterprise against the will of his owner. Features of formation of the share capital in the course of privatization in Ukraine are considered.

Ключові слова: ефект синергії, методичний підхід, підприємство, оцінка, методи, злиття та поглинання, економіко-правові основи, рейдерство

Ключевые слова: эффект синергии, методический подход, предприятие, оценка, методы, слияния и поглощения, экономико-правовые основы, рейдерство

Keywords: effect of synergy, methodical approach, enterprise, assessment, methods, merges and absorption, economical and legal bases, raiding

ВСТУП

Ефект синергії або ефект від спільної діяльності, є ключовим терміном теорії корпоративного управління. Необхідність кооперативного управління обумовлена тим, що бізнес як власність належить принципалам (власникам, інвесторам), а права управління цим майном делеговані агентам – раді директорів і менеджменту, що породжує асиметрію інформації і пов'язані з нею агентські витрати, що виражаються в діях менеджменту, не спрямованих на задоволення інтересів власників [1]. Професійний менеджмент повинен максимально ефективно вирішити цей конфлікт інтересів між власниками, найманими керівниками та колективом працівників, що фактично створюють додаткову вартість.

Спірним питанням у теорії корпоративного управління є його об'єктна прив'язка до акціонерного капіталу. Справа в тому, що законодавство розвинених

країн розглядає корпоративні відносини як відносини із приводу формування, управління й реорганізації акціонерного капіталу. Українське законодавство по корпоративному управлінню також наголошує на управлінні акціонерним товариством і акціонерним капіталом.

Але ефект від спільної діяльності в корпоративних об'єднаннях (різних форм власності, не тільки акціонерної), тобто ефект синергії як результат інтеграції виробничо-торговельної, фінансово-економічної й професійно-кадрової діяльності підприємства може бути отриманий не обов'язково при наявності акціонерної форми власності. У цьому зв'язку ми дотримуємося точки зору вченого В.П. Багова [2], який у своїй роботі «Корпоративний менеджмент» виділяє 5 рівнів корпоративного управління: глобальний (міжнародний, ТНК), національний (корпорації, банки національного рівня), регіональний, місцевий

(обласний, підприємницький (внутрішньо-корпоративний)). І на кожному рівні об'єктом корпоративного управління виступають відповідні організаційні структури різних форм власності. Акціонерна форма власності переважає на 2, 3, 4-ому рівнях, оскільки відповідає цивілізованому і устояному у глобальній економіці механізму перерозподілу капіталу і власності на цей капітал. Найбільш ефективно акціонерна форма власності виконує свої функції на ринках з максимальною доступною й прозорою інформацією.

Однак, український фондовий ринок з різних причин не ставиться до прозорих і привабливих ринків, тому, відповідно, акціонерна форма перерозподілу капіталу не виконує повною мірою свою інвестиційну функцію. В українській економіці поряд з акціонерною превалує також пайова форма власності (організаційна форма ТОВ), яка також є об'єктом корпоративного управління й потребує детальної методичної бази для оцінки ефекту синергії.

В умовах сьогодення проблеми оцінки ефекту синергії часто інтерпретуються із процедурою злиттів, поглинань, актуальною для сучасної глобальної економіки. Водночас економічною основою рейдерства є реорганізація підприємств у формі різних варіантів недружніх поглинань.

МЕТА РОБОТИ

Метою роботи є дослідження методичних аспектів оцінки ефекту синергії в корпоративних системах та економіко-правових основ корпоративного рейдерства в Україні.

МЕТОДИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Методологічною та інформаційною основою роботи є праці вітчизняних і зарубіжних вчених, а також матеріали періодичних видань. При проведенні дослідження використовувалися методи аналізу і синтезу, порівняння та узагальнення, системний підхід.

РЕЗУЛЬТАТИ

Як було зазначено проблеми оцінки ефекту синергії часто інтерпретуються із процедурою злиттів, поглинань, актуальною для сучасної глобальної економіки. Ф. Еванс і Д. Бішоп стверджують, що більшість угод, які володіють потенційним синергетичним ефектом, створюються покупцем, а не продавцем, тому не слід платити продавцеві за вартість, створювану покупцем, однак так і відбувається в більшості випадків, оскільки покупець не знає, скільки коштують синергії, які створюються його компанією в результаті злиття (поглинання), а, отже, не знає, яким повинне бути первісна пропозиція про ціну [3].

Таким чином, щоб обґрунтувати той факт, що ефект синергії – це ефект будь-якої форми спільної діяльності господарюючих суб'єктів будь-якої форми власності. І пошук методичних підходів до оцінки повинен відбуватися з позицій універсальності даного показника. На сьогоднішній день зложилися 3 основних методи до оцінки ефекту синергії:

1. Методи економіко-математичного моделювання, викладені в «Синергетичній економіці» В.Б. Занга [4].

2. Методи англо-американської школи стратегічного менеджменту (бажаний рівень граничних

значень найбільш імовірного вибору, очікуваного значення, комбінованих значень і т.д.) [5];

3. Методи фінансового аналізу. Найчастіше використовуються в німецькій економіці, російській і українській науці й практиці [6].

Звичайно, щоб одержати максимально об'єктивний результат оцінки ефекту спільної діяльності в усіх напрямках менеджменту (виробничо-торговельної, фінансово-економічної й професійно-кадрової) рекомендується використовувати комплекс методів. Однак, для прийняття рішень таке складне й громіздке економіко-математичне обґрунтування не завжди необхідне.

Порівняльний аналіз підходів і методів оцінки ефекту синергії показав, що існуючі сьогодні моделі оцінки мають істотні недоліки.

У методів 1-ої групи – економіко-математичного моделювання основні недоліки полягають у їхній складності (необхідності професійно-підготовлених фахівців – аналітиків) і неточності результатів. Жоден метод економіко-математичного моделювання не дає результату з імовірністю вище 70%. А решта 30% – це досить висока погрішність обчислень (імовірність помилки), яка у фінансовому вираженні для сучасних глобальних грошових потоків може обернутися банкрутством для досить великих компаній.

У методів 2-ої групи недоліки для української економіки проявляються в їхній не адаптивності до наших умов фондового ринку й відносин із приводу розподілу й управління акціонерним капіталом. У більшості методів оцінки ефекту синергії враховуються лише вигоди, які одержить покупець від придбання компанії-мети, але не враховуються витрати, понесені під час здійснення угоди: премія, виплачувана на акції компанії-мети, додаткові інвестиції на реструктурування (модернізація, оплата боргів придбаної компанії, видатки по виведенню її з фінансової кризи) і витрати, понесені в ході поглинання (державна реєстрація, оплата послуг консультантів з податкових і юридичних питань і оцінки, видатки на проведення угоди). Тим часом, індустрія, створена для підтримки укладання корпоративних угод, стрімко росте, і такий ріст приписується отриманим у цій сфері величезним прибуткам: при угодах, сума яких перевищує 1 млрд. дол. США, обидві компанії платять інвестиційним банкам приблизно 1,8% від вартості угоди; для угод на суму від 100 млн. доларів США комісійні досягають 2,5% з кожної сторони плюс рахунку від адвокатів і бухгалтерів. Такі істотні витрати не можна не брати до уваги при оцінці ефекту синергії від угод злиттів і поглинань (M&A). Еванс та Бішоп відзначають, що, коли покупець виплачує премію акціонерам компанії-мети, поточна вартість будь-яких вигід, принесених об'єднаним підприємством, повинна бути зменшена на цю премію. Таким чином, чим вище сплачена премія, тем нижче потенційні вигоди покупця. Отже, використання в моделі оцінки ефекту синергії змінних, що враховують витрати по проведенню угод M&A, дозволить одержати його більш достовірну оцінку й завчасно виявити безперспективні угоди (коли з урахуванням витрат на M&A ефект синергії виявиться негативним) [3].

Пропоновані моделі оцінки в якості змінних, що впливають на величину синергії, розглядають лише кількісні фактори (зростання доходів, зниження витрат), але не враховують якісні переваги M&A, найбільш значимою з яких, на наш погляд, є ефект командної синергії як результат об'єднання управлінських здатностей менеджерів або професійних навичок співробітників. Більшість угод M&A, визнаних невдалими, що й завершилися поділом об'єднаної компанії, виявилися такими внаслідок протидії менеджерів придбаної компанії або неможливості подолання соціально-культурних відмінностей між співробітниками. Структура й характер угоди також серйозно впливають на її ціну та інші умови. Не всі M&A здійснюються на добровільних початках, у випадку ворожих M&A витрати на реалізацію угоди можуть суттєво перевищити її вигоди.

Існує розповсюджений методичний похід, відповідно до якого, ефективність менеджменту корпорації (у тому числі й ефект синергії) ідентифікується з ефективністю корпоративного управління.

Згідно з логікою підходу оцінки ефективності корпоративного управління на основі ринкової вартості корпорації, високий рівень корпоративного управління повинен характеризуватися постійним підвищенням ринкової вартості корпорації (тобто ринкової вартості простих акцій на фондовій біржі).

Перевагою цього підходу є одержання, можливості оцінювати ефективність корпоративного управління в корпораціях, що формально не володіють оціненою реальною ринковою вартістю, тобто в корпораціях, акції яких не котируються на фондовому ринку. Гідністю є також його простота й доступність для застосування як реальними власниками корпорації, так і потенційними. Простота укладається в тому, що, не витрачаючи великих зусиль, можна оцінювати ефективність корпоративного управління в багатьох корпораціях і за значний проміжок часу, що особливо важливо для інвесторів, які бажать вибрати корпорацію для вкладення своїх коштів. До обмежень моделі оцінки ринкової вартості корпорації можна віднести відносно значення одержуваного показника. Цей метод не враховує спекулятивних операцій на біржі.

Тому зупинимося на 3-ій групі методів – універсальних підходах і розробках методів фінансового аналізу, що вже одержали широке впровадження в практиці українського корпоративного бізнесу. Існуючі методики оцінки ефективності інтеграції не дають можливості оцінити її переваги й негативні наслідки. Відсутність універсальної методики оцінки ефекту синергії не дозволяє ефективно управляти процесами реорганізації та інтеграції. Це свідчить про актуальність заявленої проблеми.

Відомі науковці Т. Коупленд, Т. Колер і Дж. Муррін вважають, що «оцінка синергії повинна мати конкретне кількісне вираження – як міра впливу на вартість». Еванс і Бішоп стверджують: аналіз компанії-мети повинен починатися з виміру синергетичного ефекту як важливого елемента створення вартості. Отже, кожне злиття, як результат спільної діяльності, повинне оцінюватися у світлі ймовірності досягнення синергетичних ефектів. Сьогодні існує необхідність

розробки комплексного методу оцінки ефекту синергії, що враховує всі аспекти угод по реорганізації й інтеграції бізнесу. Для досягнення поставленої мети слід розглянути можливість застосування дохідного, ринкового й витратного вартісних підходів, які традиційно використовуються в оцінці за допомогою методів фінансового й інвестиційного аналізу.

Найчастіше в практиці оцінки використовуються методи дохідного підходу, що враховують прояв ефекту синергії як приріст дисконтованих грошових потоків (ДГП). Дохідний підхід найбільш об'єктивний і інформативний: у його основі лежить принцип очікування, згідно з яким будь-який актив, що здобувається з метою витягу доходів, коштує стільки, скільки прибутку він принесе в майбутньому з урахуванням фактору часу. Метод ДГП дозволяє найбільш точно оцінити кожне із джерел синергії і витрати на інтеграцію.

Величину ефекту синергії можна розрахувати на основі показника «чистий наведений ефект синергії» (NPVS). Пропонована формула розрахунків виглядає таким чином:

$$NPVS = C_n / (1 + r)^n - P - E \quad (1)$$

де NPVS (Net present value synergies) – чистий наведений ефект синергії;

C_n – потік коштів у період часу після інтеграції (злиття);

r – відсоткова ставка (прибутковість акціонерного капіталу);

n – розрахунковий період часу;

P (premium) – премія, виплачувана при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети;

E (expenses) – витрати покупця в ході процесу поглинання.

Запропонований методичний підхід дозволяє максимально врахувати фінансові та інвестиційні вигоди і втрати в процесі інтеграції діяльності окремих компаній і фірм. Цей метод можна застосувати для організаційних структур будь-яких форм власності (не тільки акціонерної).

Економічні розрахунки ефекту синергії приводять до постановки наступної проблеми – механізм злиттів і поглинань у випадку економічної або соціально-інвестиційної привабливості об'єкта корпоративного управління. При цьому нагадаємо, що механізми злиттів і поглинань принципово різняться на корпоративні перетворення: на добровільних початках (як правило, механізми злиттів); не добровільні реорганізації (механізми поглинань).

Недобровільні реорганізації (або поглинання) історичним корінням йдуть до джерел рейдерства.

Рейдерство – силове недружнє поглинання проти волі його власника, що має переважне положення в даному підприємстві, і/або керівника. Процес, зв'язаний з рейдерством, називається «рейдерське захоплення». До рейдерської діяльності також відносять корпоративний шантаж («грінмейл») [1].

Розвиток рейдерства як механізму реорганізації великих підприємств почався в США з кінця XIX ст.. Хоча застосування слова «рейдерство» до корпоративного захоплення одержано поширення недавно,

самі захоплення з'явилися одночасно з акціями, які дали можливість поглинання компанії мимо волі керівництва. Рейдерством успішно займався наприкінці XIX ст. Джон Рокфеллер, використовуючи в якості механізму примусу пільгові ціни на транспортування нафти. У континентальній Європі масштабне рейдерство з'явилося лише в 1990-і рр.; до цього було вкрай рідким. Наприклад, з 1945 до 1993 р. в Німеччині відбулося лише три спроби недружнього поглинання компаній поза фінансовою сферою.

У сучасній Україні початком корпоративного рейдерства вважається приватизація, коли через процедури банкрутств підприємства з вартістю активів у мільярди гривень були куплені за мільйони.

Таким чином, економічною основою рейдерства є реорганізація підприємств у формі різних варіантів недружніх поглинань. У науковій літературі накопичений досить великий масив інформації із приводу організаційних форм злиттів і поглинань, а також стандартні методи захисту від поглинань. Основним економічним механізмом рейдерства історично й практично в більшості випадків (не вважаючи кримінальних ситуацій погроз і шантажу) є вартісна й структурна реорганізація акціонерного капіталу. Причому, передумови для рейдерства підприємства створюють самостійно, порушуючи основні правила формування й управління фінансовими потоками. Ці правила припускають раціональний розподіл усіх наявних у розпорядженні підприємства активів і пасивів по рівнях ліквідності в пропорційному співвідношенні. Ці пропорції розподілу активів і пасивів відображаються в балансі і найбільш значимі для фінансового менеджменту показники наступні: співвідношення джерел власних коштів (як такого акціонерного капіталу) і власних коштів підприємства; співвідношення позикового капіталу до розміру власних коштів, співвідношення дебіторсько-кредиторської заборгованості. Якщо порушуються перераховані вище пропорційні співвідношення, що легко визначає аналіз фінансових коефіцієнтів, у підприємства знижується фінансова стабільність, з'являється погроза платоспроможності й кредитоспроможності, підвищується ризик банкрутства і, відповідно, створюються передумови для рейдерства. Глобальні помилки у фінансовому менеджменті підприємства відбуваються, як правило, на стадії планування й реєстрації розміру акціонерного капіталу (або джерел власних коштів), оскільки від цього показника автоматично залежить структура всіх ресурсів (пасивів) підприємства.

Можна виділити такі особливості формування акціонерного капіталу в Україні, що сформувались в процесі приватизації:

1. Занижений розмір акціонерного капіталу в порівнянні з вартістю основних коштів (при цьому в структурі пасиву балансу переважають не банківські кредити, а розрахунки із кредиторами – високоліквідні пасиви).

Найчастіше, акціонерний капітал на таких підприємствах представлений максимально можливим по законодавству пакетом привілейованих акцій (що гарантує контроль над пакетом) і значним облігаційним пакетом (що також перешкоджає розпиленню

акціонерного капіталу на вільному фондовому ринку).

Така структура капіталу має як перевагу – контроль над підприємством, так і істотний недолік – невеликий розмір акціонерного капіталу доступний для рейдера. Викупивши різними способами акціонерний капітал або контрольний пакет, рейдер одержує контроль над усім підприємством. Крім того, більша кредиторська заборгованість у структурі пасиву балансу робить підприємство вразливим по всій групі фінансових коефіцієнтів платоспроможності, що негативно впливає на інвестиційний та кредитно-фінансовий імідж підприємства.

2. Занижений розмір акціонерного капіталу в порівнянні з вартістю основних коштів (при цьому в структурі пасиву балансу переважає довгостроковий банківський кредит – середньоліквідні пасиви). Підприємство занижує розмір акціонерного капіталу з метою контролю й не розпоршує невеликі пакети акцій на фондових площадках. Недолік у джерелах власних коштів компенсується за рахунок банківських кредитів, як правило – довгострокових. Перевага такої структури капіталу – контроль над власністю й управлінням. Недолік – ризик рейдерства шляхом викупу довгострокового кредиту. При такій структурі капіталу погіршуються коефіцієнти фінансової стабільності і основний показник фінансової незалежності – фінансовий леверидж. Як показує практика, рейдерство через викуп позикового капіталу реалізується, коли фінансовий леверидж перевищує 60%. Такий механізм рейдерства практикують, як правило, банки.

3. Завищений розмір акціонерного капіталу шляхом додаткових емісій з метою залучення стратегічного інвестора. Додаткова емісія простих акцій цілеспрямовано призначена для стратегічного інвестора, з яким були заздалегідь досягнуті які-небудь домовленості, але при цьому якість угоди та подальший розвиток підприємства залежить від сумлінності намірів інвестора. Наприклад, компанія ТОВ «Фарлеп» у такий спосіб надала стратегічному інвесторові «Укртелеком» великий пакет акцій і в результаті втратила контроль над підприємством. Така ситуація може зложитися й між партнерами, що володіють пропорційно великими пакетами акцій, але в яких змінюються пріоритети відносно бізнесу.

Оскільки українські підприємства здебільшого уникають розміщати акції на відкритому ринку, перерозподіл капіталу на фондових площадках в

Україні практично не відбувається. Порушення кругообігу акціонерного капіталу через вільний фондовий ринок також можна назвати економічною основою рейдерства в Україні. Оскільки в Україні акціонерний капітал формується й перерозподіляється в умовах тотального контролю, немає нічого дивного в тому, що механізми такого перерозподілу мають національні характеристики. Правові основи рейдерства в Україні полягають у відсутності достатньої законодавчої бази, щоб перешкодити насильницьким поглинанням. Сучасне українське рейдерство прийнято розділяти на:

– «біле» – у рамках закону. В Україні основна маса «білої» рейдерської діяльності зводиться до кор-

поративного шантажу, тобто створенню за допомогою меншоритарного пакета акцій перешкод для нормальної роботи підприємства, розраховуючи на те, що керівництво компанії викупить цей пакет за завищеною ціною, щоб позбутися шантажиста. Слабкість українських правових норм і процедур (наприклад, саме поняття «поглинання» відсутнє у корпоративному законодавстві) призводить до переваги інших видів рейдерства, якщо метою є захоплення підприємства;

– сіре» – з порушенням цивільно-правових норм;

– «чорне» – з порушенням кримінального законодавства.

Урядовий Закон «Про внесення змін у деякі законодавчі акти України щодо протидії протиправному поглинанню й захопленню підприємств» передбачає врегулювання основних аспектів протидії протиправному поглинанню й захопленню підприємств, зокрема, введення кримінальної відповідальності за подібні дії та урегулювання процедури державної реєстрації підприємств, а також процедури створення, повноважень і діяльності ліквідаційної комісії й порядку проведення ліквідації юридичної особи.

У вересні 2014 р. був прийнятий Закон, який може вплинути на ситуацію з рейдерством в Україні: «Про внесення змін у деякі законодавчі акти України щодо встановлення принципу здійснення господарської діяльності суб'єктами приватного права без використання печаток».

Отже, економіко-правові основи рейдерства, або насильницького поглинання, об'єктивно сформувалися в міжнародному бізнесі як результат жорсткої конкуренції за рентабельні бізнес-структури.

Правові основи на кожному національному ринку формує держава у формі відповідної законодавчої бази, яка або жорстко регулює процедури реорганізації великих компаній – акціонерних товариств, роблячи злиття й поглинання максимально прозорими й правомірними. Або, навпаки, законодавство дозволяє довільні форми реорганізації в корпоративному бізнесі на основі всіляких форм конкуренції.

Що стосується економічних основ недружніх поглинань, то тут, володіючи відповідними знаннями теорії й практики ефективного управління фінансовими потоками й акціонерним капіталом, менеджери підприємств можуть самостійно або за допомогою фахівців – фінансових консультантів протидіяти рейдерським атакам. Адже будь-яка спроба не-

дружнього поглинання починається з фінансового аналізу підприємства – з виявлення його сильних і слабких сторін. Відповідно, чим більше слабких сторін, тим більше вразливим є підприємство для рейдера. Ефективним методом цивілізованого захисту від недружніх поглинань ми вважаємо детальне планування й розробку стратегії корпоративних систем, що забезпечує стабільний розвиток корпорації на основі її фінансової стабільності.

ВИСНОВКИ

Досліджено методичні аспекти оцінки ефекту синергії в корпоративних системах та економіко-правові основи корпоративного рейдерства в Україні.

Сформульовано з новим науковим змістом визначення поняття «ефект синергії». В результаті порівняльного аналізу підходів та методів оцінки ефекту синергії визначено недоліки існуючих сьогодні моделей оцінки. Встановлено, що найчастіше в практиці оцінки використовуються методи дохідного підходу, що враховують прояв ефекту синергії як приріст дисконтованих грошових потоків. Запропоновано використовувати методичний підхід, згідно з яким величину ефекту синергії можна оцінювати на основі показника «чистий наведений ефект синергії». Цей підхід дозволяє максимально врахувати фінансові та інвестиційні вигоди і втрати в процесі інтеграції діяльності окремих компаній і фірм. Досліджено економіко-правові аспекти рейдерства, як форми силового поглинання підприємства проти волі його власника. Розглянуто особливості формування акціонерного капіталу в процесі приватизації в Україні.

Список використаних джерел

1. Энциклопедия «Википедия» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ru.wikipedia.org/wiki>.
2. Багов В.П. Корпоративний менеджмент / В.П. Багов. – М.: РЭА им. Плеханова, 2009. – 378 с.
3. Эванс Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 255 с.
4. Занг В.Б. Синергетическая экономика. Время и перемены в нелинейной экономической теории / В.Б. Занг; пер. с англ. – М.: МИР, 1999. – 355 с.
5. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. – СПб: ПИТЕР Ком, 1999. – 416 с.
6. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса / С.В. Валдайцев. – М.: Велби, Изд-во Профект, 2004. – 360 с.