

АНАЛІЗ МЕТОДІВ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ ПРИ ЗЛИТТІ ТА ПОГЛИНАННІ

У статті розглянуто основні підходи до визначення вартості підприємства. Охарактеризовано основні методи оцінки вартості підприємства, визначено недоліки і переваги існуючих методів та особливості застосування методів оцінки при оцінці операцій M&A підприємств в Україні.

In this article main approaches are considered to determination of cost of enterprise. The basic methods of enterprises cost estimation are described and also advantages and weaknesses of existent methods are defined. The features of application of methods of estimation of cost at operations of the M&A enterprises in Ukraine are certain.

Постановка проблеми у загальному вигляді. У даний час в умовах великої ринкової конкуренції компаніям необхідно шукати найефективніші методи для розвитку бізнесу, підвищення конкурентоспроможності, зростання рентабельності і вартості. Одним з найефективніших способів розвитку компанії є стратегія злиття і поглинання. Значення такої стратегії полягає в ефекті синергії – перевищенні вартості з'єднаних компаній над їх вартістю окремо.

Злиття і поглинання компаній є дуже складним процесом. Слід зазначити, що в деяких випадках очікувана синергія може не бути досягнута. Причинами недостатньої синергії можуть стати: різні стратегії компаній, культурні і соціальні відмінності компаній, погане передінвестиційне дослідження, погано організована інтеграція компаній, завищення реальної вартості компанії, зайвий оптимізм. А це означає, що ключовим етапом процесу злиття і поглинання компаній повинна стати оцінка компанії-цілі і розміру синергії. Згідно з дослідженнями, що регулярно проводяться провідними консалтинговими компаніями, такими, як McKinsey, PricewaterhouseCoopers, KPMG, саме правильно проведена і об'єктивна оцінка вартості компанії-цілі є ключовою ланкою в досягненні ефективності злиття і поглинання. Так, Ф. Еванс і Д. Бішоп стверджують, що більшість операцій, що володіють потенційним синергетичним ефектом, створюється покупцем, а не продавцем, тому не слід платити продавцю за вартість, створену покупцем, проте так і відбувається в більшості випадків, оскільки покупець не знає, скільки коштують синергії, створювані його компанією в результаті поглинання, а отже, не знає, якою повинна бути первинна пропозиція про ціну [1, с.32]. Проте існуючі методики оцінки ефективності інтеграції не дають можливості оцінити її переваги і негативні наслідки. Відсутність універсальної методики оцінки ефекту синергії не дозволяє ефективно управляти процесами злиття і поглинань, оскільки важко зрозуміти, чи є сенс в майбутньому злитті. Це свідчить про актуальність представленої статті.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Теоретичні і практичні питання, пов'язані з процесами злиття і поглинань компаній, а також з питаннями можливості підвищення капіталізації з'єднаної компанії відображені у працях багатьох зарубіжних учених: У. Баффета, Д. Бішопа, Р. Брейлі, Ф. Бейлі, Т. Гранді, Д. Грейма, А. Гроппеллі, А. Дамодарана, С. Зайзеля, Р. Карсона, П. Кларка, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, Дж. Мурріна, Е. Никбахта, С. Пратта, А. Раппапорта, С. Ріда, Дж. Рош, Би. Стюарта, У. Шарпа. Серед російських вчених проблемами управління за факторами вартості займаються Н. Білоусова, С. Валдайцев, А. Грязнова, Н. Дремова, І. Єгерев, І. Івашковська, М. Федотова. Найбільший внесок у розвиток основ вартісного управління з урахуванням особливостей української економіки зробили Н. Жиленко, В. Карцев, В. Панков, Н. Лебідь,

А. Мендрул, В Пашков. та інші.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Проте, на думку автора, деякі важливі питання при цьому залишилися нерозглянутими повною мірою, а саме: аспекти практичного застосування підходів і методів визначення ринкової вартості підприємств, не має єдиного підходу до оцінки ефективності процесу злиття та поглинання компаній в Україні, відсутня універсальна методика оцінки ефекту синергії, що не дозволяє ефективно управляти процесами злиття і поглинання.

Постановка завдання. У статті зроблено спробу проаналізувати існуючі методи оцінки вартості підприємства, виявити їх переваги і недоліки, а також визначити особливості застосування їх при оцінці злиття та поглинання підприємств в Україні.

Викладення основного матеріалу дослідження. Актуальність питань аналізу методів оцінки підприємств з метою злиття та поглинання підтверджується тим, що у 2010 році активність на ринку злиттів і поглинань в Україні істотно зросла. Так, за даними Mergemarket, за 2010 рік 41 українська компанія змінила власника, що на 7 угод перевищує показники минулого року. При цьому загальна сума угод M & A за 2010 рік перевищила 6 млрд. дол. Серед тенденцій ринку M&A в 2010 році можна відзначити стрімке зростання активності вітчизняних і російських інвесторів. Найбільшим російським покупцем є держава. Так, інвестиції державного Зовнішекономічного банку в українські активи (ІСД і Запоріжсталь) складають більше 2 млрд. дол. Більш активно проявляли інтерес до українських активів і західні інвестори. За кількістю угод лідером є фонд прямих інвестицій Horizon Capital, що придбав частки Вітмарк-Україна, Датагруп, а також став власником 100% страхової компанії Фортис Страхування Життя Україна. Крім фондів, купували українські компанії і стратегічні інвестори. ТНК-ВР придбала компанію Вікойл, Техноком (ТМ Мівіна) був поглинений транснаціональною корпорацією Nestle, фінська Macling Oy викупила вітчизняного виробника профілів Фінпрофіль, шведський Electrolux AB став власником фабрики з виробництва побутової техніки в Івано-Франківській області. Фінансовий сектор за кількістю трансакцій виявився найбільш активним. У ньому було проведено дев'ять угод [2].

Для оцінки ефективності операцій злиття та поглинання компаній використовуються різні підходи в основу яких покладені різноманітні критерії. Так, Р. Брейлі і С. Майерс як критерій ефективності операцій M&A використовують вигоди, вимірювані показником чистого приведенного ефекту (NPV), П. Гохан називає цей ефект чистою вартістю поглинання (NAV). А. Р. Грязнова, М. А. Федотова пропонують розраховувати чисту поточну вартість ефекту реструктурування.

У теорії та практиці оцінки бізнесу традиційно існує класифікація підходів до оцінки бізнесу за використаними початковими даними: ринковий підхід (порівняння даного підприємства з аналогічними вже проданими капіталовкладеннями), дохідний підхід (заснований на перерахунку очікуваних доходів), витратний підхід (заснований безпосередньо на обчисленні вартості активів підприємства за вирахуванням зобов'язань). Кожен із перерахованих підходів має свої методи.

Розглянемо зміст, оптимальну сферу і необхідні умови вживання, переваги та недоліки кожного підходу та відповідних їм методів.

Особливістю ринкового підходу до оцінки власності є орієнтація підсумкової величини вартості, з одного боку, на ринкові ціни купівлі-продажу акцій, що належать схожим компаніям; з другого боку, на фактично досягнуті фінансові результати. Найвірогіднішою ціною вартості оцінюваного бізнесу може бути реальна ціна продажу схожої фірми, зафіксована ринком. Цей підхід припускає використання трьох основних методів, вибір яких залежить від цілей, об'єкта і конкретних умов оцінки: метод минулих операцій, метод компанії-аналога, метод галузевих коефіцієнтів.

Технологія вживання методу компанії-аналога і методу операцій практично співпадає, відмінність полягає тільки в типі початкової цінової інформації: або ціна 1 акції, що не дає ніяких елементів контролю, або ціна контрольного пакету, що включає премію за елементи контролю. Певну складність представляє ситуація, в якій об'єкт оцінки і достовірна

початкова інформація, що є в оцінювача, не співпадають. Наприклад, треба оцінити контрольний пакет підприємства в умовах, коли цінова інформація по аналогах представлена тільки фактично проданими міноритарними пакетами. Отже, в даному випадку оцінювач повинен провести необхідне коректування і збільшити заздалегідь розраховану вартість на величину премії за контроль. Метод галузевих коефіцієнтів поки не набув достатнього поширення у вітчизняній практиці, оскільки відсутня необхідна інформація накопичена за період достатньо тривалого нагляду в умовах відносно стабільного ринку.

Основною перевагою ринкового підходу є те, що оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу схожих підприємств. У даному випадку ціна визначається ринком, оскільки оцінювач обмежується тільки корегуваннями, що забезпечують зіставність аналога з оцінюваним об'єктом. При використанні інших підходів оцінювач визначає вартість підприємства на основі проведених розрахунків. Цей підхід базується на ретроінформації і, отже, відображає фактично досягнуті підприємством результати виробничо-фінансової діяльності, тоді як дохідний підхід орієнтований на прогнози щодо майбутніх доходів. Іншою перевагою ринкового підходу є реальне віддзеркалення попиту і пропозиції на даний об'єкт інвестування, оскільки ціна фактично досконалої операції найбільш інтегрально враховує ситуацію на ринку.

Разом із тим ринковий підхід має ряд істотних недоліків, що обмежують його використання в оцінній практиці:

- абсолютно ідентичних компаній не існує;
- не дозволяє виявити потенційні джерела синергії;
- неможливо застосувати даний підхід до непублічних компаній [3, с.112].

Витратний підхід базується на визначенні витрат необхідних для відтворення або заміщення об'єкта оцінки, з урахуванням його зносу. Він базується на ринковій вартості реальних активів підприємства, але не враховує майбутні доходи бізнесу і ситуацію на ринку. Даний підхід використовують в основному при оцінці вартості підприємств, для яких складно достовірно спрогнозувати майбутні доходи через специфіку діяльності, а також для компаній близьких до банкрутства. Методами даного підходу є : метод чистих активів, метод ліквідаційної вартості.

У деяких випадках ефект синергії від злиття компаній оцінюється на основі витратного підходу як збільшення вартості майнового комплексу у міру його комплектування створюваними або придбаними матеріальними і нематеріальними активами до виникнення здатності випускати рентабельну продукцію, що має попит. Синергетичний ефект в цьому випадку, на думку С. В. Валдайцева, виявляється в нарощуванні вартості активів [4, с.40-45]. Даний підхід до оцінки ефекту синергії дозволяє врахувати лише одну форму його прояву – операційну синергію. До того ж, як відзначає Е. С. Федорова, часто купується бізнес, а не набір активів, отже, витратний підхід має обмежене вживання, оскільки не враховуються нематеріальні активи, властиві бізнесу в цілому і відсутні у кожного індивідуального активу [5 с.46-55]. Тому ефект синергії, оцінений на основі даного підходу, виявиться значно заниженим.

Основним способом оцінки в цілях злиття і поглинання є доходний підхід, який визначає вартість на основі оцінки дисконтованих грошових потоків, що генеруються компаніями, оскільки рішення про інтеграцію є стратегічним, орієнтованим на майбутнє. Він є єдиним методом, що дозволяє враховувати майбутні зміни грошових потоків підприємства. Доходний підхід найбільш об'єктивний та інформативний: в його основі лежить принцип очікування згідно з якими будь-який актив, що придбався з метою отримання доходів, коштує стільки, скільки прибутку він принесе в майбутньому з урахуванням чинника часу. Основними методами доходного підходу є метод прямої капіталізації доходу та метод дисконтування грошового потоку. В основі цих методів лежить аналіз і оцінка чистого операційного доходу і коефіцієнта капіталізації або дисконтування. Вибір конкретного методу залежить від обсягу наявної ринкової інформації щодо очікуваних доходів від володіння (користування) майном, стабільності їх одержання, мети оцінки тощо.

Метод дисконтного грошового потоку (ДГП) дозволяє найбільш точно оцінити кожне з джерел синергії і витрати на інтеграцію. Так, на думку Е. С. Федорової, жодний інший метод не дозволяє оцінити синергію так детально [5, с.46-55].

Ключовим моментом у визначенні поточної вартості компанії є вибір ставки дисконтування. На сьогоднішній день відсутня єдина точка зору щодо того, який показник слід вибирати як цю ставку. Так, А. Р. Грязнова визначає ставку дисконту як «інструмент» перекладання майбутнього грошового потоку у вартість на даний момент. Ставка дисконтування є рівнем прибутковості, на який згодився б інвестор, ухвалюючи рішення про вкладення грошей в конкретний проект (компанію). Чим вище рівень ризику, пов'язаний з даним проектом, тим більш високу норму прибутковості вимагає інвестор. У зв'язку з цим розрахунок ставки дисконту полягає в оцінці ризиків, пов'язаних з вкладенням грошей в конкретний актив.

Існують різні методи і моделі за визначенням ставки дисконтування грошового потоку. Найпоширенішими є:

- модель за оцінкою капітальних активів (CAPM – Capital Asset Pricing Model);
- метод кумулятивної побудови;
- модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost Capital).

Метод кумулятивної побудови і модель за оцінкою капітальних активів (CAPM) використовуються для оцінки вартості власного капіталу, модель середньозваженої вартості капіталу – для оцінки вартості інвестованого капіталу. При проведенні оцінки в процедурі злиття і поглинання компаній як ставка дисконтування використовується середньозважена вартість капіталу WACC. Це обумовлено тим, що в процесі оцінки необхідно сфокусуватися на діловому ризику об'єкта оцінки, який включається в WACC. Одним із способів оцінки WACC компанії-цілі є розрахунок WACC в ринковому секторі компанії-цілі і виведення його середнього або медіанного значення. На основі інформації про величину грошових потоків, в прогнозованому періоді, а також, визначивши ставку дисконтування, можна розрахувати поточну ринкову вартість бізнесу компанії.

У ході розрахунку вартості підприємства за методом дисконтованих грошових потоків виникає необхідність у визначенні залишкової вартості бізнесу в постпрогнозованому періоді. Визначення залишкової вартості засновано на передумові про те, що підприємство здатне приносити дохід і після закінчення минулого періоду.

Залишкова вартість компанії розраховується відповідно до моделі Гордона, за допомогою якої капіталізується річний дохід постпрогнозованого періоду в показники вартості за допомогою коефіцієнта капіталізації, розрахованого як різниця між ставкою дисконту і довгостроковими темпами зростання. За відсутності темпів зростання коефіцієнт капіталізації буде рівний ставці дисконту.

На етапі об'єднання слід розрахувати нову ставку дисконтування, загальну для компаній, що інтегруються.

Для оцінки синергії, необхідно виявити її джерело (наприклад, в результаті об'єднання компанії А і Б відбудеться збільшення обсягів продажу за рахунок розширення каналів збуту, зміни якості і асортименту продукції і т.п.). На основі даної інформації можна визначити прогнозовані операційні грошові потоки з'єднаної компанії і знаючи нову ставку дисконтування розрахувати поточну вартість компанії з урахуванням синергії.

Як тільки величина синергії розрахована, головним питанням для переговорів є визначення фінальної пропонованої ціни і премії. Якщо поглинаюча компанія платить премію, еквівалентну величині синергії, всі переваги виникають у акціонерів компанії-цілі, і злиття матиме нульову чисту, приведену інвестиційну вартість для акціонерів поглинаючої компанії.

Основними недоліками підходу є:

- необхідність прогнозування довгострокового потоку доходів;
- вплив факторів ризику на прогнозований потік;
- проблематичність збору даних про доходність аналогічних об'єктів.

На відміну від витратного та порівняльного підходів, точність показників прибутку,

що прогнозуються, багато в чому залежить від суб'єктивних уявлень оцінювача. З усіх трьох підходів ступінь суб'єктивізму у дохідному підході найбільший.

Необхідно відмітити, що у сучасних працях економістів представлена велика кількість методів і моделей дисконтування в рамках дохідного підходу, привезених з-за кордону: модель Гордона GGM (Gordon growth model), моделі постійного зростання FCFE (вільного грошового потоку на акціонерний капітал) і FCFF (вільного грошового потоку фірми), двофазні моделі дисконтування дивідендів (two-stage dividend discount model), модель EBO (Edwards-Bell-Ohlson valuation model), модель економічної доданої вартості Б. Стюарта (EVA), модель ринкової доданої вартості (MVA), модель доданої вартості для акціонерів А. Раппопорта (ALCAR або SVA), модель грошового потоку – рентабельності інвестованого капіталу (CFROI або CVA), модель реальних опціонів.

Більшість перерахованих теоретичних моделей неможливо застосувати для оцінки українського підприємства. По-перше, в Україні немає розвиненого ринку підприємств. По-друге, немає об'єктивної статистичної інформації про них. По-третє, в більшості випадків у аналітика недостатньо інформації про підприємство, а є лише офіційна бухгалтерська звітність. У результаті аналітик або взагалі не може застосувати той або інший метод розрахунку, або може, але при цьому зробить безліч яких-небудь експертних допущень, що часто призводить до істотного спотворення вартості.

Слід зазначити, що перераховані підходи та методи не тільки не є взаємовиключаючими, але й доповнюють один одного. Звичайно при оцінці бізнесу залежно від цілей оцінки вартості, поставлених умов, стану самого об'єкта і стану економічного середовища використовують поєднання двох-трьох методів найбільш відповідних в даній ситуації. Проводячи вибір необхідних методів для проведення процесу оцінки бізнесу необхідно представляти переваги і недоліки, які несе в собі кожен підхід і метод [6].

У національному стандарті №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» вказано, що вибір методів оцінки «залежить від наявності інформації щодо очікуваних (прогнозних) доходів від використання об'єкта оцінки, стабільності їх отримання, мети оцінки, а також виду вартості, що підлягають визначенню».

Коли вибір необхідних методів оцінки відбувся, в хід вступають розрахункові процедури. Після закінчення процесу розрахунків з'являється 2-3 цифри (залежно від числа вибраних методів), що відображають вартість підприємства. Підсумкова величина вартості підприємства визначається одним із двох базових методів: математичним зважуванням і суб'єктивним (експертним) зважуванням.

Вибір методів оцінки здебільшого залежить від характеристик оцінюваного підприємства та критеріїв вибору методичного інструментарію.

У роботі О. Г. Мендрула «Методологічні особливості вартості підприємств в умовах економічної трансформації» [7, с.45-98] найбільш повно обґрунтовано обставини, що обмежують застосування класичних підходів у сучасних умовах ведення бізнесу. У роботі Н.В. Тертичної «Комплексна оцінка вартості підприємства» [8, с.69] доведено, що в умовах економічної трансформації доцільно використовувати неринкові бази оцінки та методи.

Найефективнішими на думку А. Р. Грязнової, М. Е. Федотової в практичному використуванні серед існуючих інструментів оцінки операції з придбання бізнесу як окремого інвестиційного проекту, що володіє за своєю суттю прибутковою і витратною частиною, можуть бути методи оцінки, що базуються на опціонах і метод NPV [9, с.71].

При використуванні методу NPV особливу увагу необхідно приділити таким моментам: майбутні грошові потоки, які приносятимуться після поглинання повинні враховувати будь-які ефекти синергії без урахування фінансових витрат (оскільки завдання полягає в тому, щоб вичленити майбутню фінансову структуру поглинання з його загальної цінності як інвестиції), вживана ставка дисконтування повинна бути вартістю капіталу для компанії, що поглинається, розрахунок інвестицій повинен здійснюватися з урахуванням їх приведення до грошового еквівалента (необхідно пам'ятати, що засобом платежу, що використовується при поглинанні компаній, можуть бути цінні папери (акції або облігації)

або боргові зобов'язання). Найбільш новітнім, неоднозначним та обґрунтованим підходом до оцінки синергетичного ефекту є так званий метод реальних опціонів ROV (Real Option Valuation). Даний метод дозволяє давати оцінки вірогідності майбутніх змін, забезпечувати ухвалення рішень при об'єднанні і формуванні інтегрованого комплексу, враховувати альтернативи використання фінансових ресурсів з можливістю одночасної реалізації декількох проектів довгострокового інвестування. Дана модель дозволяє ухвалювати рішення про необхідність і доцільність здійснення операції зі злиття чи поглинання компаній, є доповненням до традиційних методів і, на відміну від них, дає можливість врахувати надзвичайно важливий аспект гнучкості в прийнятті проектних рішень, забезпечити врахування альтернативності вибору. Ґрунтується на простій передумові – гнучкість – це актив, який має свою вартість. Цінність його залежить від невизначеності зовнішнього середовища. Оцінка інвестиційних проектів методом реальних опціонів заснована на передумові, що будь-яка інвестиційна можливість для компанії може бути розглянута як фінансовий опціон, тобто компанія має право, а не зобов'язання придбання активу протягом певного часу.

Беручи до уваги, що сфера вживання цієї методики практично необмежена і скрізь, де є невизначеність, можна знайти реальні опціони, вже через три-чотири роки кількість компаній, що узяли на озброєння цей метод, значно зросте.

Висновки і перспективи подальших розробок. Порівняльний аналіз підходів і методів оцінки ефекту синергії від M&A показав, що існуючі традиційні моделі оцінки мають істотні недоліки.

По-перше, в більшості моделей оцінки ефекту синергії враховуються лише вигоди, які одержить покупець від придбання компанії-цілі, але не враховуються витрати, понесені під час здійснення операції: премія, виплачувана на акції компанії-цілі, додаткові інвестиції на реструктурування (модернізація, оплата боргів придбаної компанії, витрати по виведенню її з фінансової кризи) і витрати, понесені в ході поглинання компаній (державна реєстрація, оплата послуг консультантів з податкових і юридичних питань і оцінки, витрати з проведення операції). Еванс і Бішоп відзначають, що, коли покупець виплачує премію акціонерам компанії-цілі, поточна вартість будь-яких вигод, що приносяться з'єднанням підприємством, повинна бути зменшена на цю премію. Таким чином, чим вище сплачена премія, тим нижче потенційні вигоди покупця. Отже, використання в моделі оцінки ефекту синергії змінних, що враховують витрати з проведення операцій M&A, дозволить одержати його більш достовірну оцінку і завчасно виявити неперспективні операції (коли з урахуванням витрат на M&A ефект синергії виявиться негативним).

По-друге, більшість моделей пропонує розраховувати одноразовий ефект синергії, але треба враховувати, що різноманітні види синергії виявлятимуться не відразу після об'єднання, а протягом декількох років, тому при оцінці ефекту синергії потрібно розглядати грошові потоки за ряд подальших років, приводячи їх величину до теперішнього моменту на основі дисконтування.

По-третє, пропоновані моделі оцінки як змінні, що впливають на величину синергії, розглядають лише кількісні чинники (зростання доходів, зниження витрат), але не враховують якісні переваги M&A, найзначущим з яких є ефект командної синергії як результат об'єднання управлінських здібностей менеджерів або професійних навиків співробітників. Більшість операцій M&A, визнаних невдалими і завершилися розділенням з'єднаної компанії, виявилася такими внаслідок протидії менеджерів придбаної компанії або неможливості подолання соціально-культурних відмінностей між співробітниками. Структура і характер операції також серйозно впливають на її ціну та інші умови. Не всі M&A здійснюються на добровільних засадах, у разі ворожих M&A витрати на реалізацію операції можуть істотно перевищити її вигоди.

Отже, описані вище методики оцінки вартості підприємства використовуються не ізолювано, вони взаємодоповнюють один одного. Для оцінки вартості підприємства використовують, як правило, декілька методик із різних підходів. Результати зіставляють

між собою для кінцевої оцінки підприємства. Внаслідок того, що кожний із розглянутих показників має свої обмеження і недоліки, а також, тому що область вартісних показників є дещо новою галуззю знань, деякі автори пропонують комбіноване використання декількох показників при оцінці процесу створення вартості.

Тому вважаємо за доцільне використовувати як модель оцінки ефекту синергії від злиття чи поглинання компаній показник «чистий приведений ефект синергії» (NPVS), який був запропонований С. М. Іщенко [10] як модифікація моделі дисконтування грошових потоків, запропоновану І. Івашковською [11, с.26-29] що містить в собі змінні, дозволяючи усунути ряд перерахованих вище недоліків інших моделей і зберігаючи їх переваги, дозволяє більш точно і об'єктивно врахувати і оцінити весь спектр прояву форм ефекту синергії (як кількісних, так і якісних) від злиття і поглинань компаній і дає тим самим можливість відбирати і укладати тільки ті угоди М&А, які будуть перспективними з погляду розвитку підприємства у сукупності із моделями реальних опціонів, що дають змогу альтернативи вибору дій сторін процесу.

Проте деякі науковці вважають, що такий підхід не буде оптимальним, оскільки ефективність системи управління вартістю може бути досягнута при підпорядкуванні всіх значущих управлінських рішень єдиній меті, що припускає наявність єдиного критерію, на основі якого будується і оцінка ефективності, і система мотивації. Тому у кожному конкретному випадку менеджмент підприємства повинен вибрати відповідний вартісний показник виходячи з міркувань оперативності, вигод і витрат, пов'язаних із отриманням інформації, необхідної для його розрахунку. Проведені дослідження розкривають спроби використання зарубіжного досвіду в практиці управління вартістю, але без необхідної його адаптації для вітчизняних умов. У той же час українська наука відстає від практики. Тому питання, які розглядаються у цій статті, є величезним полем для подальших досліджень.

Список використаної літератури

1. 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. – 332 с.
2. Дело: Понад 40 українських компаній змінили власників у 2010 році – 27 грудня 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://novynar.com.ua/business/147999>.
3. Есипов В. Е. Оценка бизнеса. – [2-е изд.] / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова. – СПб.: Питер, 2006. – 464 с.
4. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса / С. В. Валдайцев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. – 360 с.
5. Фёдорова Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке / Е. С. Фёдорова // Финансовый менеджмент. 2006. – № 6. – С. 46–55.
6. Павловец В. В. Оценка бизнеса: системный подход / В. В. Павловец [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cfin.ru>.
7. Мендрул О. Г. Управление вартістю підприємств: [монографія] / О. Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
8. Комплексна оцінка вартості підприємства: [монографія] / Р. О. Костирко, Н. В. Тертична, В. О. Шевчук. – Східноукр. нац. ун-т ім. В. Даля. – Луганськ, 2007. – 224 с.
9. Оценка бизнеса: [учебник] / под ред. А. Г. Грязновой, М. Е. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 736 с.
10. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний С. М. Ищенко [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cfin.ru>.
11. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста / И. Ивашковская // Управление компанией. – 2004. – № 7. – С. 26–29.