

Тетяна Миколаївна ГАММА

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економіки підприємства,
Одеський національний економічний університет
E-mail: tetyanagamma@gmail.com

ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ

Гамма, Т. М. Оцінка вартості бізнесу в інтеграційних процесах [Текст] / Тетяна Миколаївна Гамма // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2016. – Том 24. – № 2. – С. 71-79. – ISSN 1993-0259.

Анотація

На основі досліджень сучасних підходів до оцінки вартості бізнесу з позицій прийняття рішень щодо інтеграційних процесів доведено, що більшість з методик неможливо або досить складно використовувати для оцінки бізнесу в Україні через відсутність розвинутого ринку купівлі-продажу підприємств, об'єктивної інформації щодо їх діяльності, нерозвиненість фондового ринку, що призводить до необґрунтованості оцінок вартості інтегрованих структур. Запропоновано з метою уникнення завищення вартості активів вітчизняних підприємств у процесі злиття та поглинання використовувати систему показників, які характеризують результативність та продуктивність як окремого підприємства, так і майбутньої інтегрованої структури, а також методи, що дозволяють прогнозувати і моделювати поведінку складних структур в умовах невизначеності. Розроблено авторський алгоритм прийняття рішення щодо доцільності інтеграції підприємств, який базується на адаптації методів та інструментів квантової фізики до вивчення взаємодії в економічному світі, що може привести до більшої правдоподібності прогнозування подій. Однак в економічній теорії немає адекватних цій гіпотезі способів вимірювання результатів діяльності підприємств. Тому подальші дослідження будуть присвячені розробці способів та інструментарію оцінки ефективності інтеграційних процесів у межах квантової теорії вимірювання результатів.

Ключові слова: оцінка вартості бізнесу; інтеграційні процеси; підприємство; ефективність; квантове вимірювання результатів.

Tetyana Mykolayivna GAMMA

PhD in Economics,
Associate Professor,
Department of Enterprisers Economy,
Odessa National Economic University
E-mail: tetyanagamma@gmail.com

ESTIMATION OF BUSINESS VALUE IN INTEGRATING PROCESSES

Abstract

The results of the investigations of existing approaches to business valuation concerning the integration process have proved that the majority of business valuation methods is difficult or impossible to use for business valuation in Ukraine due to lack of a developed M&A market, objective information concerning their activity, underdevelopment of the stock market that leads to unfounded assessments of the integrated structures value. In order to avoid the overstatement of the domestic enterprises assets in the M&A process it has been proposed to use the system of indicators that characterize the efficiency and productivity of the separate enterprise and as well as of future integrated structure. Also it concerns the methods which allow to predict and simulate the behavior of complex structures in a context of uncertainty. It has been developed the algorithm of the businesses integration expediency. It is based on the adaptation of quantum physics methods and tools to the study of the interaction in the economic world. It can lead to a greater verisimilitude of forecasting data. However, there is no adequate way to measure the efficiency of companies in modern economic theory. Therefore, further research will be focused on development of methods and tools for evaluation the effectiveness of the integration processes within the framework of quantum theory of measurement results.

Вступ

В умовах сьогодення інтеграційні процеси є одним з найважливіших напрямків розвитку форм і способів господарювання, підвищення конкурентоспроможності підприємницьких структур на основі централізації і концентрації виробництва та капіталу. Фінансова криза та її наслідки вплинули на всі сфери світової економіки, зокрема, на угоди злиття та поглинання, кількість яких останніми роками в нашій країні постійно зростала. З одного боку, криза ускладнила використання доступного і дешевого позикового капіталу, велику кількість заявлених угод щодо здійснення інтеграційних процесів було припинено або навіть скасовано у зв'язку із загальною невизначеністю. З іншого боку, інтеграційні угоди досить часто залишаються єдиним способом залучення коштів для рефінансування або підтримки запланованих проєктів.

Найбільш поширеною причиною невдалих злиттів (поглинань) є неправильна оцінка поглинаючою компанією привабливості компанії-мети. А згідно з результатами досліджень відомих консалтингових компаній, саме правильно проведена й об'єктивна оцінка вартості компанії-цілі є ключовою ланкою в досягненні ефективності інтеграційних процесів.

Проблемам та особливостям оцінки вартості бізнесу в сучасних умовах господарювання присвячено велику кількість праць відомих як закордонних, так і вітчизняних вчених. Зокрема С. Росс, Т. Коупленд, А. Дамодаран пропонують оцінювати вартість компанії з урахуванням її майбутніх дисконтованих грошових потоків [1, с. 255; 2, с. 74; 3, с. 14-24]; Ю. Брігхем, Л. Гапенскі визначають вартість компанії на основі безстрокової ціни акцій, ціни привілейованих акцій зі зростаючим дивідендом та вартості облігацій з урахуванням їх дохідності [4, с. 131, 184]; Б. Зві та А. Кейн найбільшу увагу звертають на відносне порівняння показників ринкової вартості компанії [5, с. 612]; К. Мерсер, Т. Хармс зосереджують увагу на основних умовах оцінювання бізнесу, використовуючи модель дисконтованих грошових потоків і модель Гордона [6]. С. Пенман та Т. Соугінас зазначають, що саме прибутковий метод прийде на заміну грошовим потокам та дивідендам [7]. Б. Грехем та Д. Додд скомбінували оцінку вартості активів із методом дисконтованих грошових потоків. Ця концепція містить очікувані дивіденди та прибутки із приведеною вартістю активів. Вчені визначають справедливу вартість компанії як суму її ліквідаційної вартості та гудвілу [8]

О. Г. Мендрул найбільш повно обґрунтував обставини, які обмежують застосування витратного, дохідного та порівняльного підходів у сучасних умовах ведення бізнесу [9]. У роботі Н. В. Тертичної [10] доведено, що в умовах економічної трансформації доцільно використовувати неринкові бази оцінки та методи; обґрунтовано, що майновий (витратний) підхід при оцінці вартості підприємства є конкурентоспроможним порівняно з іншими підходами при конкретному врахуванні всіх ціноутворюючих ринкових параметрів та найбільш придатним для прогнозування розвитку. В. Шевчук, М. Корягин розробили концепцію визначення ринкової вартості підприємства, яка містить три базових компоненти (відкориговану справедливу вартість чистих активів, дисконтовану різницю між прогнозованим чистим прибутком та альтернативною вартістю капіталу за рівнем безризикових вкладень, оцінений ризик господарської діяльності) [11]. О. П. Петраш рекомендує використовувати інтегрований показник-комбінацію (наприклад, *EVA, SVA i CFROI*) для аналізу інвестиційних проєктів [12]. О. В. Брезіцька пропонує в кожному конкретному випадку обирати відповідний вартісний показник з огляду на міркування оперативності, вигоди і витрати, пов'язані з отриманням інформації, необхідної для його розрахунку [13].

Значні обсяги і високі темпи зростання ринку злиттів і поглинань, а також істотні ризики, пов'язані з реалізацією угод, визначили актуальність досліджень цих процесів та, як наслідок, збільшення кількості публікацій з цієї проблеми. При всій цінності отриманих дослідниками результатів проблема оцінки і управління ефективністю інтеграційних процесів господарюючих суб'єктів зберігається. Нині ці питання не мають належного теоретичного обґрунтування, системної єдності і методичного опрацювання. Відповідна методологія розроблена лише для оцінки ефективності злиття і поглинання в умовах розвиненої ринкової системи у вигляді класичних положень за оцінкою вартості компаній. Крім того, існують певні відмінності в концептуальних і методологічних підходах щодо дослідження цієї проблеми, чим визначаються істотні відмінності в узагальненнях, висновках і методичних рекомендаціях відносно результативності інтеграційної взаємодії суб'єктів господарювання.

Мета статті

Мета дослідження полягає у систематизації методичних підходів до оцінки вартості бізнесу як важливого параметру ефективності інтеграційних процесів вітчизняних підприємств та розробці авторського алгоритму оцінки ефективності інтеграції підприємств харчової промисловості на базі

теорії вимірювання результатів та методів імітаційного моделювання економічних процесів в умовах значної невизначеності.

Виклад основних результатів дослідження

Оцінка бізнесу є невід'ємною частиною обґрунтування та управління інтеграційними процесами компаній. По-перше, оцінка необхідна для забезпечення вимог акціонерів за рівнем рентабельності інвестованого капіталу і фінансової стійкості при здійсненні операцій. Забезпечення ефективності угоди вимагає оцінки вартості інтегрованих компаній. По-друге, забезпечується можливість обґрунтування планів ефективного інвестування накопиченого капіталу. По-третє, формуються можливості ефективного позикового фінансування для реалізації проектів розвитку. Оцінка бізнесу є найважливішим елементом обґрунтування об'єкта поглинання в процесі системної діагностики варіантів угоди, визначення ефективності результатів угоди і процесу інтеграції суб'єктів підприємницької діяльності.

Для оцінки вартості публічних компаній цілі управління прибутковістю і стабільністю розвитку зводяться до забезпечення сталого зростання курсу акцій. Управління стійким зростанням непублічних підприємницьких структур, що реалізують угоди злиття та поглинання, вимагає розробки особливих елементів господарського механізму і проведення спеціальних процедур оцінки вартості бізнесу. Поява останніми роками низки публікацій у вітчизняній і зарубіжній літературі з питань оцінки бізнесу в процесі злиття і поглинання є природною реакцією на практичну значущість цього питання і наявність певних проблем щодо інструментарію оцінки.

Необхідність удосконалення методології та інструментарію оцінки бізнесу для злиттів і поглинань підтверджується також тим, що більше половини угод злиття і поглинання не забезпечили приросту вартості акціонерів. З них значна частка – внаслідок помилок оцінок вартості бізнесу об'єднаної компанії на етапі планування операції. Більше половини українських компаній, виставлених на продаж, переоцінені і тому протягом декількох років не можуть знайти стратегічного інвестора.

Узагальнення робіт, присвячених проблемам та особливостям оцінки вартості бізнесу, дозволяє систематизувати досвід використання методів оцінки, їх переваг та недоліків (табл. 1).

Основним недоліком розглянутих у таблиці показників є суб'єктивність розрахунків необхідних величин (насамперед це стосується визначення прогнозних потоків і кількості необхідних уточнень та коригувань), їхня неадаптованість до вітчизняної фінансової звітності, яка постійно змінюється, й умов господарювання. Без відповідних чисельних досліджень і статистичних спостережень нині доволі складно виробити чіткі рекомендації щодо вибору конкретного показника для різних стратегій економічного зростання компанії, поточного й очікуваного станів зовнішнього ринкового середовища.

Ми поділяємо тезу багатьох дослідників про те, що традиційні методи оцінки бізнесу здебільшого дають точкові результати, ізольовані, вихоплені із загального контексту управління і процесу досягнення кінцевої мети, не припускають його моніторингу. Використання альтернативних методів оцінки бізнесу дозволяє подолати обмеження та недоліки традиційних підходів, зокрема, вони враховують мінливість економічного середовища, умови погашення та обслуговування зобов'язань, дозволяють оцінити ефективність інвестицій стосовно конкретного періоду часу.

Але, попри всі переваги, більшість з них неможливо або досить складно використовувати для оцінки бізнесу в Україні через відсутність розвиненого ринку купівлі-продажу підприємств, об'єктивної інформації щодо їх діяльності, нерозвиненість фондового ринку, що призводить до необґрунтованості оцінок. Крім того, зазначені методи потребують використання даних, розрахованих за Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФЗ) та американською системою обліку GAAP, що вимагає суттєвого коригування показників вітчизняних підприємств, розрахованих за національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку.

Аналіз причин сучасної фінансово-економічної кризи засвідчує наявність методологічних проблем оцінювання ефективності функціонування суб'єктів господарювання. Значна перекапіталізація ринків інвестицій та капіталів у передкризовий період була зумовлена, на думку багатьох експертів, недосконалістю інструментів оцінки. Ринкова та інвестиційна вартості підприємств, визначені за показниками й індикаторами альтернативних до фінансової звітності неформалізованих методик, виявились істотно завищеними. При цьому факт завищення вартості переважної більшості компаній, акції яких котирувались на фондових біржах, набув виразного вияву лише в умовах кризи, оскільки в докризовий період перекапіталізація навпаки ще більше підігрівала ринок та спричинила накопичення фіктивного переоціненого капіталу у суспільно-важливих компаній [17, с. 90].

Вартість українських публічних агрохолдингів за останні півроку зросла на 11,1 % – з 2145 млн дол. наприкінці грудня 2014 року до 2383 млн дол. на кінець 2015 року. Агрохолдинги відновлюються вартість після досягнення дна через девальвацію й негативні фінансові звіти. За даними, найшвидше за всіх відновлюється «Астарта» та «Кернел» – їх капіталізація зросла на 45 % та 24,4 % відповідно. Проте з-поміж лідерів є й аутсайтери: «Авангард» подешевшав на 45,3 % за півроку [18].

Проти О. Бахматюка висунуто обвинувачення в махінаціях із коштами міжнародних інвесторів,

оскільки при виході на біржі подавалася звітність із завищеними показниками й неправдивою інформацією щодо українських активів. А отримані від розміщення євробондів гроші йшли на будівництво птахофабрик лише на папері, насправді ж їх було спрямовано на купівлю проблемного банку, їх крутили у фінансових схемах. Так після банкрутства банків «Фінансова ініціатива» і «ВіЕйБі», що належали підприємцям, виявилось, що майже весь їхній кредитний портфель у розмірі близько 18 млрд грн — позики підприємствам, які входять в агрохолдинг Бахматюка «Укрлендфармінг» [19].

У серпні 2014 року один з найбільших сільгоспвиробників у країні – агрохолдинг «Мрія» – оголосив технічний дефолт. Компанія повідомила тримачам її цінних паперів про те, що фінансові труднощі не дозволяють їй заплатити за поточними зобов'язаннями. Однак, починаючи з 2015 року, «Мрія Агрохолдинг» інтенсивно здійснює закупівлі сільськогосподарської техніки, розширюючи власний технічний парк. «Мрія» відновила співпрацю з лізинговими компаніями, уклавши нові лізингові угоди на суму понад 4 млн дол., а також самостійно придбала техніку вартістю понад 3,7 млн дол.

Розглянута вище еkleктичність концептуальних підходів переконує в доцільності розробки методичного інструментарію оцінки результативності та ефективності інтеграційних процесів господарюючих суб'єктів.

На наш погляд, використання при визначенні доцільності та ефективності інтеграційних процесів тільки теорії управління вартістю не дасть адекватних результатів. Оцінка вартості бізнесу може бути лише елементом загального алгоритму прийняття рішення щодо інтеграції підприємств. Необхідно звернути пильну увагу на розробку системи показників, які характеризують результативність та продуктивність як окремого підприємства, так і майбутньої інтегрованої структури, а також на методи, що дозволяють прогнозувати і моделювати поведінку складних структур в умовах невизначеності.

Ми вважаємо, що саме показники продуктивності основних виробничих ресурсів здатні вплинути на обсяг продукції, що випускається, та, як наслідок, на реалізацію, рівень сукупних витрат підприємства і кінцевий прибуток. Отже, показники приватної, багатофакторної й сукупної продуктивності визначають і рівень конкурентоспроможності підприємства загалом як окремого суб'єкта ринку, так і ефективності його входження до інтегрованої структури.

З кінця 1980-х рр. починається переосмислення фінансово орієнтованої концепції оцінки результатів розвитку, формуються багатофакторні моделі оцінки ефективності функціонування підприємств, які отримали в англійській літературі з контролінгу назву Performance Measurement – вимір результатів діяльності. Мета вимірювання результатів діяльності – об'єднання більшості наявних систем показників у різних сферах діяльності підприємства (наприклад, витрати, доходи, інвестиції, інновації, маркетинг) для оцінки та аналізу ефективності функціонування на кожному організаційному рівні. Розвиток, упровадження та застосування вимірювань результатів діяльності належать до числа найбільш важливих завдань в управлінні сучасним виробничим підприємством. Крім того, ця теорія відіграє важливу роль у розробці та оцінці реалізації стратегічних планів, в оцінці діяльності підрозділів організації та підвищенні мотивації співробітників на виконання планів.

Сформулюємо вимоги, яким повинна відповідати концепція управління:

1. Внесення до системи показників якісних і кількісних характеристик основних факторів, що обумовлюють ефективне функціонування компанії.

2. Облік мотивуючої функції цільових показників.

3. Облік інтересів зовнішніх і внутрішніх зацікавлених осіб (власників, менеджерів, працівників) та суспільних інтересів.

4. Забезпечення взаємозв'язку стратегічного й оперативного рівнів управління, а також упорядкування та взаємопідлеглості цілей компанії відповідно до їх ієрархії.

5. Методичне забезпечення процедур формування розрахункових показників і звітів (звіти повинні мати стандартний характер, обов'язковий для всіх підрозділів компанії, що має бути закріплено внутрішніми регламентами).

6. Система показників повинна дозволяти здійснювати прогнозування майбутніх результатів розвитку, формувати планові цільові показники і проводити аналіз виконання планів.

7. Забезпечення підтримки прийняття управлінських рішень через надання особам, які приймають рішення, необхідної повної, актуальної та достовірної інформації.

8. Гнучкість і адаптивність використовуваних показників, що дозволяють оперативно реагувати на зміни у внутрішньому та зовнішньому середовищі підприємства.

9. Наявність механізму обліку ризику і невизначеності, особливо в процесі прогнозування і довгострокового планування.

З практичної точки зору цим умовам найбільш відповідає квантове вимірювання результатів.

Концепція квантового вимірювання розроблена консалтинговою фірмою «Артур Андерсен» для оптимізації продуктивності підприємства. Застосовувані показники – істотні знаки (Vital Signs) – повинні одночасно надавати інформацію щодо організаційної структури, процесів і працівників на основі якості, витрат і часу [20, с. 34].

Таблиця 1. Методи оцінки вартості підприємства

Підхід	Методи реалізації	Основні переваги та недоліки
Доходний	Традиційні: метод прямої капіталізації доходу; метод дисконтування грошового потоку Альтернативні: модель ціноутворення опціонів (OPM); модель економічної доданої вартості Б. Стюарта (EVA); модель ЕВО (Edwards – Bell – Ohlson valuation model); модель оцінки доходності фінансових активів (CAPM); модель арбітражного ціноутворення (APT); модель преференцій стану за умов невизначеності (SPT); модель ринкової доданої вартості (MVA); модель доданої вартості для акціонерів А. Раппорта (ALCAR або SVR); модель грошового потоку – рентабельності інвестованого капіталу (CFROI або CVA); модель Гордона GGM; моделі постійного зростання FCFE та FCFF; двофазні моделі дисконтування дивідендів	Можливість застосування різних підходів до оцінки вартості компанії з урахуванням ризику. Значна частка невизначеності, оскільки метод будується на прогнозних даних про грошові потоки. Нездатність методу адекватно розглядати активи, що не генерують стабільні грошові потоки, проте є цінністю як результат потенційного підвищення вартості підприємства (наприклад, нематеріальні активи). Підхід не дає рекомендацій щодо дій у тих або інших умовах у майбутньому та не враховує можливості зміни плану дій, якщо зовнішні умови зміняться. Суб'єктивність розрахунків необхідних величин (насамперед це стосується визначення прогнозних потоків і кількості необхідних уточнень та коригувань), їхня неадаптованість до вітчизняної фінансової звітності, яка постійно змінюється, й умов господарювання
Витратний	Оцінка вартості чистих активів метод заміщення метод нульового балансу	Дозволяє приймати ефективні інвестиційні та інтеграційні рішення. Не є повноцінною оцінкою вартості компаній. Величина чистих активів не відображає кон'юнктури ринку та не характеризує майбутній прибуток. Не відображає здатності активів приносити прибуток.
Ринковий (порівняльний)	Метод минулих операцій метод компанії аналога метод галузевих коефіцієнтів	Перевага полягає у використанні фактичної інформації, а не прогнозних даних, яким властива невизначеність. Нерозвиненість вітчизняного фондового ринку та брак достовірної інформації ускладнює застосування цього методу. Не дозволяє виявити потенційні джерела синергії. Неможливо застосувати підхід до непублічних компаній
Математичний	Модель нейтрального опційного хеджування біноміальна модель модель Кокса-Рубінштейна модель Гармана – Кольхагена	Моделі побудовано на припущенні щодо незмінності волатильності для опціонів з різними термінами виконання, що не враховує специфіки функціонування вітчизняних підприємств в умовах невизначеності. Недостатність публічної інформації, неадаптованість до вітчизняної фінансової звітності.

**Систематизовано автором на основі [1-18]*

Ключовим фактором, що визначає величину результативних показників, є час. Проблема часу в менеджменті, на наш погляд, має глобальний характер. Усі недоліки методів вимірювання результатів пов'язані з лінійною моделлю плинності часу, прийнятої за основу процесу вимірювання. Таким чином, усі результати прив'язуються до умовної шкали, застосовуваної для вимірювання часових інтервалів. Цей підхід не враховує специфіки бізнес-процесів підприємства, тривалості повного фінансового циклу і виробничого циклу, темпів морального старіння техніки і технології, швидкості зміни ринкових умов і багатьох значущих чинників.

Сучасні моделі аналізу об'єктивних і суб'єктивних передумов інтеграційних процесів мають низький рівень описовості і досить велику кількість припущень, що є наслідком суттєвої невизначеності і взаємозв'язків, які при поєднанні дають величезну кількість можливих варіантів розвитку системи. При збільшенні невизначеності кількість варіантів зростає експоненціально, що призводить до технічної неможливості розрахунку.

З подібною проблемою вже стикалися вчені-фізики, коли було з'ясовано, що розроблені методи не дозволяють з високим ступенем достовірності описувати квантовий світ. Вирішення цієї проблеми стало можливим, коли був здійснений перехід від опису траєкторій руху показників до опису ймовірностей, що дозволило описувати ті процеси, які до цього здавалися хаотичними.

Прогнозування ризиків і зниження рівня невизначеності є наріжними каменями прогнозування інтеграційних процесів. Побудова проекту інтеграції ґрунтується на деяких значеннях показників, які розробником вважаються найбільш вірогідними. У зазначеній сфері діє презумпція точності – проектні показники вважаються точними і обґрунтованими, доки належним чином не встановлено, що це не так. Однак з відповідною часткою ймовірності показники можуть змінюватися, що вплине на кінцеві показники ефективності.

Основна проблема наявних методик розрахунку ефекту проекту полягає в тому, що при збільшенні числа імовірнісних змінних кількість ймовірних ефектів зростає експоненціально. Спроби прорахувати всі можливі варіанти призводять до того ж ефекту, як спроби прорахувати броунівський рух. При збільшенні кількості змінних цілком логічна зміна перетворюється в хаотичну через неможливість (недостатність технічних засобів) розрахунку всіх можливих взаємодій. Таким чином, можна провести аналогію між квантовою механікою періоду зародження і економічним аналізом, зокрема інвестиційним. З огляду на цю передумову можна припустити можливість адаптації методів і інструментів квантової фізики до вивчення взаємодії у світі економічному, що уможливить більшу правдоподібність прогнозування подій [21].

Суть пропонованого підходу полягає в тому, що економічний суб'єкт репрезентується у вигляді організованого набору кубітів, кожен з яких є квантово-механічною моделлю індивідуальної свідомості. Така квантово-механічна система може бути описана за допомогою понятійного апарату і математичних моделей, викладених у сучасних інтерпретаціях квантової механіки. Подібний підхід до моделювання дозволяє розглядати стан системи-підприємства з позиції квантової ймовірності, що дає явні переваги в оцінці поточного стану економічних суб'єктів і прогнозування цих станів у майбутньому [22].

З огляду на вищевикладене нами було розроблено алгоритм прийняття рішення щодо доцільності інтеграційного процесу на базі об'єднання теорії управління вартістю, квантового вимірювання, інструментарію когнітивного моделювання слабо структурованих систем в умовах невизначеності (рис. 1).

Висновки та перспективи подальших досліджень

Аналіз досліджень сучасних підходів до оцінки вартості бізнесу з позицій прийняття рішень щодо інтеграційних процесів дозволив зробити такі висновки:

- основним недоліком розглянутих показників системи оцінки вартості є суб'єктивність розрахунків необхідних величин та їхня неадаптованість до вітчизняної фінансової звітності, яка постійно змінюється, й умов господарювання;
- без відповідних чисельних досліджень і статистичних спостережень нині доволі складно виробити чіткі рекомендації щодо вибору конкретного показника для різних стратегій економічного зростання компанії, поточного й очікуваного станів зовнішнього ринкового середовища;
- більшість з методик оцінки бізнесу неможливо або досить складно використовувати для оцінки бізнесу в Україні через відсутність розвинутого ринку купівлі-продажу підприємств, об'єктивної інформації щодо їх діяльності, нерозвиненості фондового ринку, що призводить до необґрунтованості оцінок;
- оцінка вартості бізнесу може бути лише елементом загального алгоритму прийняття рішення щодо інтеграції підприємств;
- існує можливість адаптації методів і інструментів квантової фізики до вивчення взаємодії у світі економічному, що може привести до більшої правдоподібності прогнозування подій, що можна

використати в алгоритмі прийняття рішень щодо доцільності інтеграційних процесів на вітчизняних підприємствах.

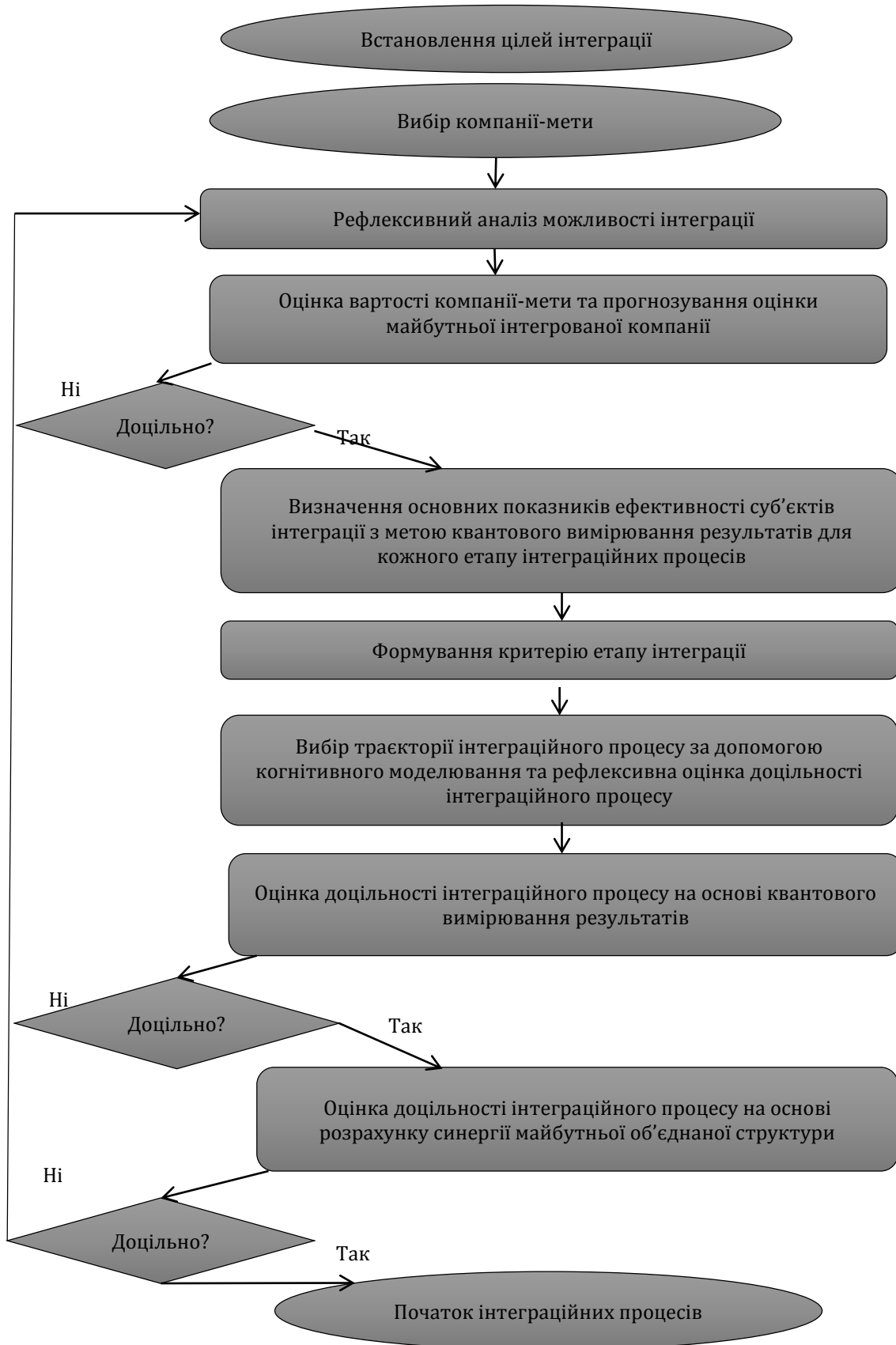


Рис. 1. Алгоритм прийняття рішення щодо доцільності інтеграційного процесу (авторська розробка).

Однак в економічній теорії немає адекватних даних гіпотезі способів вимірювання результатів діяльності підприємств. Тому подальші дослідження будуть присвячені розробці способів та інструментарію оцінки ефективності інтеграційних процесів у межах квантової теорії вимірювання результатів.

Список літератури

1. Росс, С. Основы корпоративных финансов [Текст] / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. – 720 с
2. Коупленд, Т. Стоимость компаний. Оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; под ред. Т. Коупленда. – М.: Изд-во «Олимп-Бизнес», 2005. – 569 с.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. [Текст] / А. Дамодаран. – 3. изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1324 с.
4. Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: Полный курс: в 2 т. [Текст]/ Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалев. – СПб.: Экономическая школа, 1998. – Т. 1. – 497 с.; Т. 2. – 669 с.
5. Зви, Б. Принципы инвестиций [Текст]/ Б. Зви, А. Кейн, А. Маркус. – М.: Вильямс, 2004. – 984 с.
6. Мерсер, К. Интегрированная теория оценки бизнеса [Текст] / К. Мерсер, Т. Хармс. – М.: Маросейка, 2008. – 294 с.
7. Penman, S. A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation [Text] / S. Penman, T. Sougiannis// Contemporary Accounting Research, 15, Fall, 1998. – p. 343-383.
8. Graham, B. Security Analysis[Text] / B. Graham and D. Dodd. – New York and London: McGraw-Hill Book Company, Inc. 3rd Ed., 1951. – 737 p.
9. Мендрул, О. Г. Управління вартістю підприємств [Текст]: монографія. / О. Г. Мендрул – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
10. Комплексна оцінка вартості підприємства[Текст]: монографія. / Р. О. Костирко, Н. В. Тертична, В. О. Шевчук, Східноукр. нац. ун-т ім. В. Даля. – Луганськ, 2007. –224 с.
11. Шевчук, В. Теоретико-методологічні засади оцінки вартості підприємства[Текст] / В. Шевчук, М. Корягін // Економіст. – 2012. – №10. – С. 58-60.
12. Петраш, О. П. Управління вартістю: сучасні методи оцінки ефективності інвестиційного проекту девелопера[Електронний ресурс] / О. П. Петраш. – Режим доступу: https://drive.google.com/file/d/0BwKoeQ7_rduSQUNMZjZ4VmJxd3M/view.
13. Брезіцька, О. В. Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства [Текст]/ О. В. Брезіцька // Економіка, фінанси, право. – 2010. – №1. – С. 3-8.
14. Эванс, Ф. Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях [Текст] / Ф. Ч. Эванс, Д. М. Бишоп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.
15. Носова, Є. А. Альтернативні методи оцінки вартості бізнесу [Текст] / Є. А. Носова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2012. – №8(135). – С. 86-90.
16. Тарасова, О. В. Аналіз методів оцінки вартості компаній при злитті та поглинанні [Електронний ресурс] / О. В. Тарасова. – Режим доступу: <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/handle/123456789/1294>.
17. Пилипенко, Л. М. Баланс как информационный источник управления капиталом предприятия [Текст]/ Л. Н. Пилипенко // Ученые записки ТНУ. Серия: Экономика и управление. – 2012. – Т. 25 (64), № 2. – С. 90-95.
18. Рейтинг найдорожчих українських агрохолдингів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://agravery.com/uk/posts/show/rejting-najdorozcih-ukrainskih-agroholdingiv>.
19. Проліт Бахматюка [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/finances/prolit-bahmatyuka-.html>.
20. Ткаченко, Е. А. Подходы к оценке эффективности модернизации промышленных предприятий и проблема нелинейности времени [Текст]/ Е. А. Ткаченко // Экономическое возрождение России. – 2013. – № 2 (36). – С. 31-36.
21. Кадыров, Т. А. Оценка эффективности инвестиционных проектов в условиях неопределенности [Электронный ресурс] / Т. А. Кадыров // Проблемы современной экономики. – 2013. – №2 (46). – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-effektivnosti-investitsionnyh-proektov-v-usloviyah-neopredelennosti>.
22. Габрин, К. Е. Теория оценки синергетической стоимости деловой репутации на базе квантово-механического подхода [Электронный ресурс] / К. Е. Габрин, А. Е. Иванов, Е. М. Матвийшина // Вестник ЮУрГУ. Серия: Экономика и менеджмент. – 2013. – № 1. – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/teoriya-otsenki-sinergeticheskoy-stoimosti-delovoy-reputatsii-predpriyatiya-na-baze-kvantovo-mehanicheskogo-podhoda>.

References

1. Ross, S., Vesterfeld, R., Dzhordan, B. (2001). *Osnovy korporativnykh finansov*. Moscow: Laboratoriya bazovykh znaniy.
2. Kouplend, T., Koller, T., Murrin, Dzh. (2005). *Stoimost' kompanij. Ocenka i upravlenie*. Moscow: Olimp-Biznes.
3. Damodaran, A. (2004). *Investicionnaya ocenka: instrumenty i metody ocenki lyubykh aktivov*. Moscow: Al'pina Biznes Buks.
4. Brighem, YU., Gapenski, L. (1998). *Finansovyj menedzhment*. SPb: Ekonomicheskaya shkola.
5. Zvi, B., Kejn, A., Markus, A. (2004). *Principy investicij*. Moscow: Vil'yams.
6. Merseur, K., Harms, T. (2008). *Integrirovannaya teoriya ocenki biznesa*. Moscow: Marosejka.
7. Penman, S., Sougiannis, T. (1998). A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 15, 343-383.
8. Graham, B., Dodd, D. (1951) *Security Analysis*. New York and London: McGraw-Hill Book Company, Inc.
9. Mendrul, O. (2002). *Upravlinnya vartistyju pidpryyemstv*. Kyiv: KNEU.
10. Kostyrko, R., Tertychna, N., Shevchuk, V. (2007). *Kompleksna otsinka vartosti pidpryyemstva*. Luhans'k: Skhidnoukr.nats.un-t im.V. Dalya.
11. Shevchuk, V., Koryahin, M. (2012). Teoretyko-metodolohichni zasady otsinky vartosti pidpryyemstva. *Ekonomist*, 10, 58-60.
12. Petrash, O. (2014). *Upravlinnya vartistyju: suchasni metody otsinky efektyvnosti investytsiynoho proektu developera*. Retrieved from https://drive.google.com/file/d/0BwKoeQ7_rduSQUNMZjZ4VmJxd3M/view.
13. Brezits'ka, O. (2010). Suchasni metodychni pidkhody do otsinky vartosti pidpryyemstva. *Ekonomika, finansy, pravo*, 1, 3-8.
14. Ehvans, F. Ch., Bishop, D. M. (2004). *Ocenka kompanij pri sliyanii i pogloshchenii: Sozdanie stoimosti v chastnykh kompaniyah*. Moscow: Al'pina Biznes Buks.
15. Nosova, Ye. A. (2012). Al'ternatyvni metody otsinky vartosti biznesu. *Formuvannya rynkovykh vidnosyn v Ukraini*, 8, 86-90.
16. Tarasova, O. V. (2014). *Analiz metodiv otsinky vartosti kompaniy pry zlytti ta pohlynnani*. Retrieved from <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/handle/123456789/1294>.
17. Pilipenko, L. M. (2012). Balans kak informacionnyj istochnik upravleniya kapitalom predpriyatiya. *Uchenye zapiski TNU. Seriya: Ekonomika i upravlenie*, 2, 90-95.
18. *Reyting naydorozhchyykh ukraïns'kykh ahrokhodyniv*. (2015). Retrieved from <http://agravery.com/uk/posts/show/rejting-najdorozcih-ukraïnskih-agroholdingiv>.
19. *Prolit Bakhmatyuka*. (2016). Retrieved from <http://gazeta.dt.ua/finances/prolit-bahmatyuka-.html>.
20. Tkachenko, E.A. (2013). Podhody k ocenke ehffektivnosti modernizacii promyshlennykh predpriyatij i problema nelinejnosti vremeni. *Ekonomicheskoe vozrozhdenie Rossii*.
21. Kadyrov, T. A. (2013). *Ocenka ehffektivnosti investicionnykh proektov v usloviyah neopredelennosti*. Retrieved from <http://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-ehffektivnosti-investitsionnykh-proektov-v-usloviyah-neopredelennosti>.
22. Gabrin, K. E., Ivanov, A. E., Matvijshina, E. M. (2013). *Teoriya ocenki sinergeticheskoy stoimosti delovoj reputacii na baze kvantovo-mekhanicheskogo podhoda*. Retrieved from <http://cyberleninka.ru/article/n/teoriya-otsenki-sinergeticheskoy-stoimosti-delovoy-reputatsii-predpriyatiya-na-baze-kvantovo-mekhanicheskogo-podhoda>.

Стаття надійшла до редакції 19.05.2016 р.