

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

ТАРАСОВА ОЛЬГА ВАЛЕРІЇВНА

УДК 336.722.8 (477)

**ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПУБЛІЧНИХ АКЦІОНЕРНИХ КОМПАНІЙ
НА РИНКУ ЗЛИТТЯ-ПОГЛИНАННЯ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Одеса – 2014

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Одеському національному економічному університеті
Міністерства освіти і науки України

Науковий керівник:

доктор економічних наук, професор
Кублік Володимир Костянтинович
Одеський національний економічний університет,
завідувач кафедри фінансового менеджменту та
фондового ринку

кандидат економічних наук, доцент

Кублікова Тетяна Борисівна
Одеський національний економічний університет,
доцент кафедри менеджменту організацій та
зовнішньоекономічної діяльності

Офіційні опоненти:

доктор економічних наук, професор

Азаренкова Галина Михайлівна
Харківський інститут банківської справи
Університету банківської справи НБУ (м. Київ),
заступник директора з наукової роботи та
міжнародних зв'язків

кандидат економічних наук,

Черкашина Катерина Федорівна
Київський національний університет імені Тараса
Шевченка, Міністерство освіти і науки України,
доцент кафедри банківської справи

Захист дисертації відбудеться «27» червня 2014 р. о 15.00 годині
на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 41.055.01
у Одеському національному економічному університеті за адресою:
65082, м. Одеса, вул. Преображенська 8, ауд. 217.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці
Одеського національного економічного університету за адресою:
65082, м. Одеса, вул. Преображенська 8, ауд. 211.

Автореферат розісланий «26» травня 2014 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

С. О. Даниліна

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. Розширення господарської діяльності суб'єктів підприємництва вимагає залучення додаткових фінансових ресурсів та диверсифікації всіх джерел фінансування. Серед множини механізмів поповнення фінансових ресурсів особливої уваги вимагає застосування злиття-поглинання (M & A), як індикатору процесу глобалізації. Одним з чинників зростання попиту на процеси злиттів-поглинань виступає глобальна конкуренція, що змушує компанії об'єднуватися в боротьбі за виживання і лідерство. Найбільшого поширення процеси злиття-поглинання набули у великих корпораціях, це зумовило необхідність вирішення низки питань, серед яких одним з головних є визначення вартості компанії. Проблеми, що виникають у процесі оцінки вартості компанії, потребують науково-методичного обґрунтування засад визначення вартості компанії та напрацювань прикладного характеру з урахуванням умов трансформаційної економіки.

Дослідженню оцінки вартості компаній в процесі злиття-поглинання присвячені роботи А. Дамодарана, Д. Кідуелла, Т. Коупленда, Л. Крушвица, У. Шарпа та інших. Питання аналізу методів оцінки компаній в процесі злиття-поглинання та критерії ефективності таких угод розглядають П. Гохан, А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, І. В. Іванова, Е. Томіліна. Проблема впливу структури капіталу на вартість компанії присвячено роботи М. Міллера, Ф. Модільяні, Р. Брейлі, С. Майерса, С. В. Валдайцева, А. Б. Волчкова, І. В. Івашківської, Т. В. Тазіхіної. Дослідження російських та українських вчених, що торкаються проблеми інноваційного розвитку в умовах трансформації та кризових явищ в економіці, а також пошуку джерел нагромадження капіталу, представлені роботами К. Е. Едонца, М. І. Зверякова, Г. М. Азаренкової, Г. А. Шарінової, В. Е. Хаустової та інших. Причини і сутність недооцінки вартості компаній аналізувалися в публікаціях Н. І. Берзон, В. А. Галанова, В. І. Колесникова, Я. М. Міркіна, Б. Б. Рубцова, В. К. Кублікова. Роботи Д. Бліка, К. Ф. Черкашиної, Д. Ернста, С. О. Даниліної присвячені аналізу причин, які призводять до активізації процесів злиттів-поглинань.

Аналіз наукових напрацювань дозволив визначити, що існує значна кількість питань, які не знайшли достатнього висвітлення, зокрема, науковий інструментарій дослідження і визначення оцінки вартості публічних акціонерних компаній при злиттях-поглинаннях має фрагментарний характер та потребує подальшого розвитку. Недостатньо досліджені основні характеристики процесів злиття-поглинання, підходи до визначення економічних ефектів злиттів-поглинань (синергії) як головного мотиву даних угод, взаємозв'язок між видами вартості в межах угод злиттів-поглинань та особливості методів фінансування на ринку M & A. Потребує розробки система показників експрес-аналізу діяльності компаній на ринку злиття-поглинання для обґрунтування вибору компанії-цілі.

Важливість дослідження вказаних проблем та недостатній рівень їх теоретичної і практичної розробки визначили вибір теми дисертаційного дослідження, свідчать про її актуальність, теоретичну та практичну значимість.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертаційна робота відповідає науково-дослідницькому напрямку роботи кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету, зокрема розробці наукової комплексної теми кафедри: «Теоретичні і практичні проблеми становлення та розвитку фінансового ринку в Україні» (ДР № 0108U011020). Особистий внесок автора полягає у побудові моделі оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків і моделі оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі на ринку М & А.

Мета і задачі дослідження. Метою дисертаційного дослідження є узагальнення теоретичних положень щодо оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання та розробка науково-методичних підходів щодо вдосконалення методів і моделей оцінки вартості компаній в межах угод злиттів-поглинань з урахуванням особливостей реалізації таких угод в Україні.

Реалізація поставленої мети обумовила необхідність вирішення в роботі таких задач:

- уточнити понятійний апарат дослідження, виявити економічну сутність злиттів-поглинань, удосконалити класифікацію угод на ринку М & А;
- дослідити процес формування економічних ефектів злиттів-поглинань (синергії) як головного мотиву таких угод;
- визначити методологічні підходи до оцінки вартостей, які використовуються при оцінці компаній для цілей злиттів-поглинань; встановити взаємозв'язок між видами вартості в межах угод злиттів-поглинань;
- дослідити основні тенденції розвитку на ринку злиттів-поглинань у світовій практиці, в тому числі країнах з транзитивною економікою;
- розглянути особливості методів фінансування на світовому та вітчизняному ринку М & А;
- запропонувати систему показників, яка дозволяє провести експрес-аналіз компаній на ринку злиття-поглинання для обґрунтування вибору компанії-цілі;
- розробити науково-методичний підхід до оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків;
- побудувати модель оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі;
- здійснити верифікацію запропонованих моделей оцінки вартості компанії-цілі.

Об'єктом дослідження є процес оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання.

Предметом дослідження є теоретико-методичні положення щодо оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання в Україні.

Методи дослідження. У дисертації використані методи наукового пізнання та специфічні методи дослідження, зокрема: метод наукової абстракції – при дослідженні економічної сутності М & А; методи емпіричного

дослідження використані при розгляді теоретичних моделей злиттів-поглинань та факторний аналіз – визначення факторів формування економічних ефектів; історико-логічний – при розгляді основних методологічних підходів до оцінки вартості компаній в процесі М & А; економіко-математичні методи та моделювання – при розробці моделей оцінки вартості публічної компанії-цілі; графічний аналіз використаний при побудові різноманітних графіків, діаграм, схем; методи кількісного і якісного порівняння, аналізу подій – при проведенні аналізу світових тенденцій на ринку злиття-поглинання.

Інформаційною базою наукового дослідження стали праці вітчизняних та зарубіжних вчених з проблем злиттів і поглинань та оцінки вартості компаній. В роботі також використані законодавчі і нормативно-правові документи, офіційні дані Національного Банку України та звітність публічних акціонерних товариств (ПАТ), матеріали наукових конференцій, публікації в періодичних виданнях. Джерелом фактичних даних виступили бази даних фінансової інформації Bloomberg, ISS, Reuters, СКРИН, Factiva, Mergermarket.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні важливого наукового завдання в галузі економіки, пов'язаного з розкриттям теоретичних засад та практичних рекомендацій щодо оцінки вартості компанії в процесі угоди М & А. Елементи наукової новизни полягають у наступному:

вперше:

– запропоновано науково-методичний підхід до оцінки вартості бізнесу на ринку злиття-поглинання в Україні, який базується на оцінці фундаментальної вартості на підставі моделювання грошових потоків та оцінці інвестиційної вартості одиничних акцій публічної компанії-цілі. Такий підхід дозволяє внутрішнім та зовнішнім інвесторам виділити потік грошових коштів від операційної діяльності та оцінити вартість будь-якого пакета акцій: від 1 до 100%;

удосконалено:

– науково-методичний підхід до класифікації типів злиття-поглинання. Даний підхід, на відміну від існуючих, базується на визначенні специфічних ознак, які притаманні вітчизняному ринку, а саме: характер корпоративної стратегії, законність угоди, механізм здійснення, характер мети і учасника угоди. Це дозволяє визначити найбільш вагомні аспекти процесу злиття-поглинання, мінімізувати вплив негативних факторів, що характерні ринку М & А в Україні, та досягти максимального ефекту від угоди;

– теоретико-методичне положення щодо визначення фундаментальної вартості компанії, яке, на відміну від існуючих, базується на аналізі всіх фундаментальних факторів, що відображають суть бізнесу, без урахування «надлишків» таких, як гудвіл, перспектив одержання прибутку та чистого доходу, визначається незалежним експертом-оцінювачем та розглядається як розрахункова величина акціонерного капіталу;

– науково-методичний підхід до оцінки ефективності інвестицій при здійсненні процесу злиття-поглинання за допомогою експрес-аналізу компаній-цілей, в основу якого покладена система показників «панель результатів». На відміну від існуючих, запропонований підхід передбачає використання тільки

відкритої інформації, не містить складних розрахунків та включає дані, пов'язані безпосередньо зі стратегіями і зростанням вартості компаній. Такий підхід дозволяє оцінити фінансовий стан компаній-цілей та компаній-ініціаторів злиття-поглинання в динаміці;

набуло подальшого розвитку:

– понятійний апарат дослідження процесів злиття-поглинання, а саме: уточнено поняття «злиття-поглинання», під яким розуміємо процес, метою якого є розширення сфери впливу і господарської влади компанії-ініціатора над компанією-ціллю, збільшення добробуту акціонерів та захист їх прав, концентрації і централізації капіталу та орієнтації на збільшення ринкової вартості компанії; поняття «риннок злиття-поглинання», під яким розуміємо сукупність економічних відносин, що виникають між компанією-ініціатором та компанією-ціллю в процесах злиття-поглинання з урахуванням попиту, пропозиції і ціни; визначення економічної сутності процесу злиття-поглинання, яка полягає в тому, що він є проявом концентрації і централізації капіталу та одним з сучасних ефективних механізмів транснаціоналізації виробництва, що в свою чергу забезпечує міждержавний, внутрішньо- та міжгалузевий перелив капіталу, конкуренцію за найбільш прибуткове вкладення капіталів і раціоналізує розміщення окремих частин відтворювальних процесів не тільки в глобальному масштабі, а й на регіональному рівні;

– методичний підхід до застосування положень концепції грошей у часі (дисконтування) в межах доходного підходу, що дозволяє здійснювати прогнозування вартості компаній в процесі злиття-поглинання.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження полягає у тому, що отримані автором теоретичні узагальнення, методичні й практичні рекомендації сприятимуть формуванню системи оцінки вартості публічно-акціонерних компаній як одного з елементів ринку корпоративного контролю, а також в межах проведення оціночних робіт та аналізу ефективності операцій злиття-поглинання на практиці.

Розроблені методичні підходи та рекомендації щодо удосконалення оцінки ефективності інвестицій та аналізу фінансового стану компаній за допомогою запропонованого експрес-аналізу, що, на відміну від існуючих, передбачає використання тільки відкритої інформації, не містить складних розрахунків та включає дані, що пов'язані безпосередньо зі стратегіями і зростанням вартості, впроваджені в практичну діяльність ПАТ «МАРФІН БАНК» (довідка №265/01 від 18.03.2014 р.); запропонована модель оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій публічної компанії, яка дає можливість уникнути недооцінки чи переоцінки акцій компанії, прийнята до впровадження та використана НКЦПФР України (довідка №08/5279/НК від 26.03.14 р.); методичний підхід до оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків, який дозволяє виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, впроваджено в практичну діяльність ПАТ «Терра Банк» (довідка №136/02/ТБ від 03.02.2014 р.).

Одержані автором результати наукового дослідження використовуються в навчальному процесі Одеського національного економічного університету

при створенні навчально-методичних комплексів і викладанні дисциплін – «Фінанси підприємства», «Оцінка вартості компанії», «Оцінка вартості страхового бізнесу» (довідка №01-18/515 від 20.03.14 р.).

Особистий внесок здобувача. Всі результати дослідження, які викладені в дисертації та виносяться на захист, отримані автором самостійно і є його науковим доробком. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертаційній роботі використані лише ті положення, які є результатом особистих досліджень автора.

Апробація результатів дослідження. Основні положення та результати дисертаційного дослідження були представлені та обговорені на наукових семінарах кафедри, міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, а саме: Науково-практичній конференції молодих науковців «Проблеми підвищення ефективності господарювання в умовах трансформаційної економіки» (Одеса, 12 квітня 2006 р.); III науковій конференції молодих вчених «Проблеми підвищення господарювання на макро- і мезоекономічному рівні» (Одеса, 27-28 березня 2008 р.); IV Всеукраїнській конференції молодих вчених «Україна в умовах світової кризи: шляхи вирішення проблем» (Одеса, 25-26 березня 2009 р.); V Всеукраїнській конференції молодих вчених «Україна в умовах соціально-економічного розвитку: проблеми і перспективи» (Одеса, 31 березня 2010 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Процеси сучасної глобалізації і Україна» (Одеса, 27 березня 2013 р.); I Міжнародній підсумковій науково-практичній конференції «Наукові проблеми господарювання на макро-, мезо- та мікроекономічному рівнях» (Одеса, 26-26 квітня 2013 р.); II Міжнародній науково-практичній конференції «Вплив умов кредитування на процеси стимулювання розвитку економіки» (Одеса, 19-20 вересня 2013 р.); VIII Міжнародній науково-практичній конференції «Перспективні розробки науки і техніки – 2013» (Przemysl, Польща, 07-15 листопада 2013 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Ефективне управління економікою: теорія і практика» (Черкаси, 4-5 жовтня 2013 р.); XXVI Міжнародній науково-практичній конференції для студентів, аспірантів та молодих вчених «Макроекономічні проблеми інвестиційно-інноваційного розвитку» (Київ, 11-12 жовтня 2013 р.).

Публікації. Основні положення та висновки дисертаційної роботи представлені у 18 наукових публікаціях загальним обсягом 8,3 д.а., з яких особисто автору належить 7,84 д.а. (у тому числі 11 наукових статей у наукових фахових виданнях, 4 наукові праці в інших виданнях та 3 публікації у тезах доповідей на науково-практичних конференціях).

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку літератури і додатків, викладених на 207 сторінках комп'ютерного тексту. Список літератури, що складається з 149 джерел, розташовано на 13 сторінках, 16 додатків подано на 15 сторінках. Матеріал дисертації містить 41 таблицю та 30 рисунків.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У вступі обґрунтовано актуальність проведеного дослідження, визначено його мету, завдання, об'єкт, предмет і методи, зв'язок роботи з науковими програмами і темами, розкрито наукову новизну та практичне значення одержаних результатів, вказано особистий внесок здобувача, зазначено стан апробації і впровадження результатів пошуку.

У першому розділі «Теоретичні основи оцінки вартості компаній на ринку злиттів-поглинань» на основі узагальнення теоретичних розробок у царині корпоративного управління набув подальшого розвитку понятійний апарат дослідження; доповнена класифікація угод злиттів-поглинань на відповідному ринку з урахуванням специфіки фінансового ринку України; досліджено формування економічних ефектів злиттів-поглинань (синергії) як головного мотиву даних угод; визначені види вартості, які використовуються при оцінці компаній для цілей злиттів-поглинань; показаний взаємозв'язок між видами вартості в межах угод M & A.

Проведене дослідження теоретичних підходів до визначення поняття «злиття-поглинання», довело, що більшість науковців застосовуючи дефініції злиття-поглинання розглядають різні сторони цього складного явища. Такі підходи не дозволяють комплексно вирішити питання ефективного управління процесом злиття-поглинання. Узагальнюючи існуючі підходи пропонується під дефініцією «злиття-поглинання» розуміти процес, метою якого є розширення сфери впливу і господарської влади однієї компанії (компанії-ініціатора) над іншою (компанією-ціллю) шляхом прийняття її під контроль, придбання абсолютного або часткового права власності на всі активи, збільшення добробуту акціонерів та захист їх прав, отримання можливості зміни ризикованості грошових потоків об'єднаної компанії і досягнення конкурентних переваг на ринку за рахунок раціоналізації розміщення окремих частин відтворювальних процесів, концентрації і централізації капіталу та орієнтації на збільшення ринкової вартості компанії. Таке розуміння становить засади наукового обґрунтування положень щодо оцінки вартості ПАТ. Економічна сутність процесу злиття-поглинання полягає в тому, що він є проявом концентрації і централізації капіталу та одним з сучасних ефективних механізмів транснаціоналізації виробництва, що в свою чергу забезпечує міждержавний, внутрішньо- та міжгалузевий перелив капіталу, конкуренцію за найбільш прибуткове вкладення капіталів і раціоналізує розміщення окремих частин відтворювальних процесів не тільки в глобальному масштабі, а й на регіональному рівні. Процес M & A відбувається на відповідному ринку. Ринок M & A – це сукупність економічних відносин, що виникають між компанією-ініціатором та компанією-ціллю в процесах злиття-поглинання з урахуванням попиту, пропозиції і ціни.

Необхідність розробки системи дій, що реалізують процес злиття-поглинання, потребує систематизації класифікації типів злиття-поглинання компаній з урахуванням специфіки ринку M & A в Україні. На основі узагальнення існуючих класифікацій запропоновано доповнити класифікацію

М & А у світі виявив, що в супереч світовій економічній кризі, спостерігається та прогнозується збільшення обсягів угод, як у кількісному, так й у вартісному виразі (рис. 1).

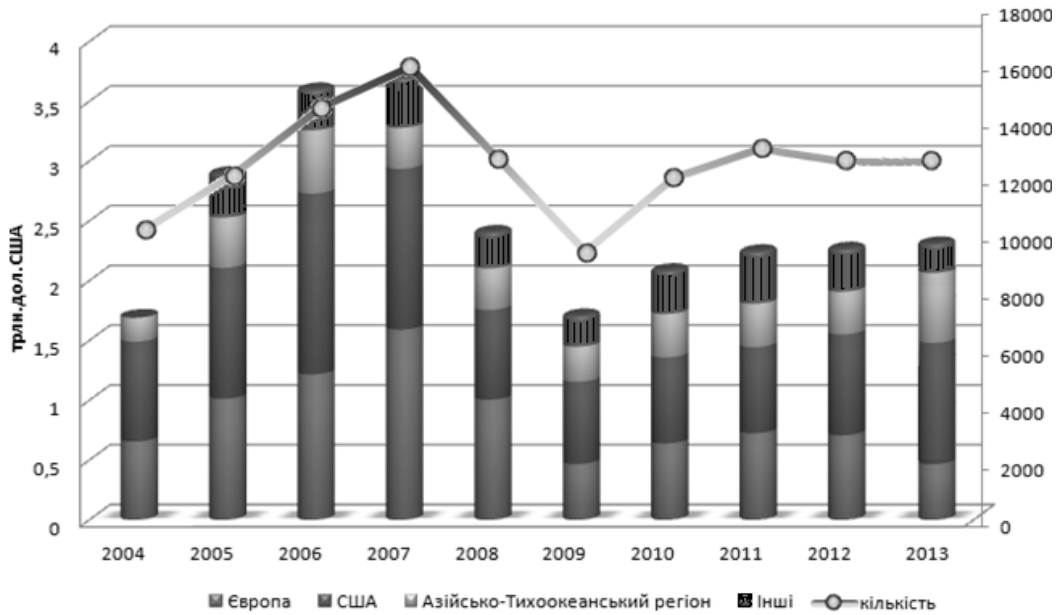


Рис. 1 Динаміка світового ринку злиття-поглинання за 2004-2013 рр.

Джерело: розраховано автором

Угоди злиття-поглинання мають величезний вплив як на світове господарство, так і на країни з транзитивною економікою. Укрупнення бізнесу робить його більш впливовим, менш підвладним регулюванню і контролю з боку як національних урядів, так і міжнародних економічних і фінансових організацій, що надає можливість збільшення доходу. Тому такі угоди набувають суттєвого збільшення. Аналіз ринку злиття-поглинання в Україні виявив тенденцію зростання кількості угод при відносному зменшенні розміру транзакцій у вартісному виразі (рис. 2).

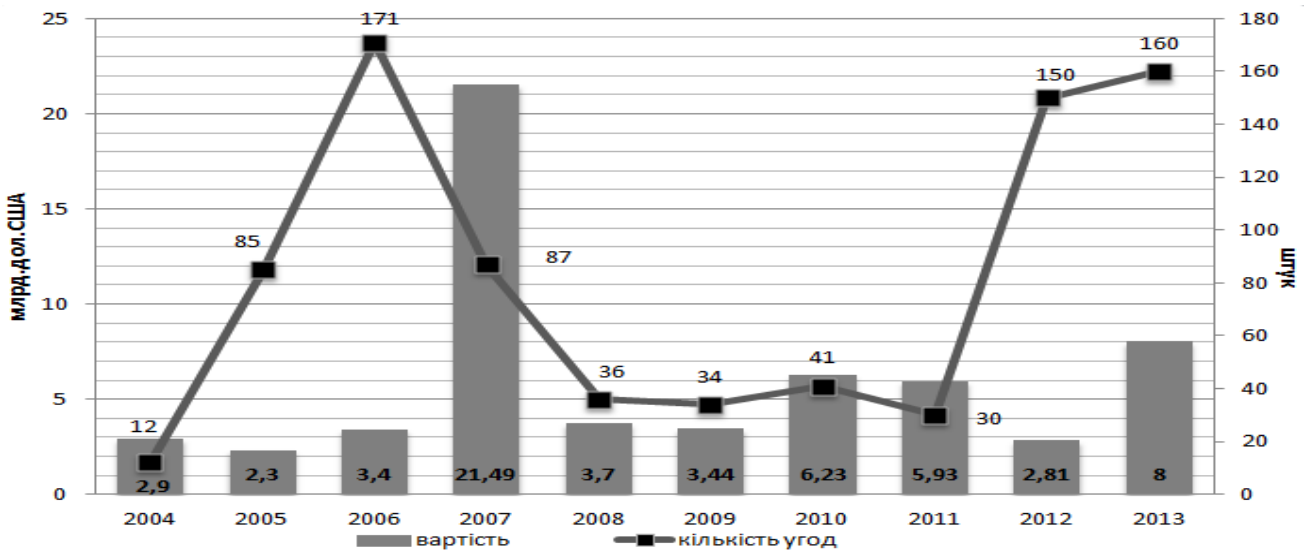


Рис. 2 Динаміка зміни обсягу і кількості угод М & А в Україні за 2004-2013 рр.

Джерело: розраховано автором

Дослідження показало, що для ринку М & А в країнах з транзитивною економікою характерні: горизонтальні угоди; орієнтація на виробництво сировини; мінімальна кількість угод типу LBO (leveraged buyout); потенціал для зростання ринку М & А в Україні пов'язаний з низькою консолідацією окремих секторів, що сприяє зростанню інтересу до такого ринку.

У роботі систематизовано фактори, що спричиняють зростання обсягу операцій злиттів-поглинань в Україні, а саме: приватизація низки державних компаній; збільшення кількості угод, які здійснюються фондами прямих інвестицій та іноземними інвесторами і спрямовані на залучення інвестицій та підвищення інвестиційного клімату України; зростання кількості придбань стратегічних активів за кордоном крупними українськими бізнес-групами.

Аналіз основних показників вітчизняного ринку М & А, визначення основних тенденцій та характеристик ринку М & А в країнах з транзитивною економікою доводить, що існує проблема оцінки компаній на таких ринках.

На основі аналізу методичних підходів до оцінки вартості компанії у роботі обґрунтовано, що найбільш прийнятним підходом до оцінки вартості компанії з метою М & А є дохідний підхід, який визначає вартість на основі оцінки дисконтованих грошових потоків, що генеруються компаніями, оскільки рішення про інтеграцію є стратегічним, орієнтованим на майбутнє. Цей метод дозволяє враховувати майбутні зміни грошових потоків компанії.

Доведено, що для оцінки вартості ПАТ доцільно використовувати модель збалансованого зростання Кярана Уолша, за допомогою якої реалізується ключове завдання менеджменту компанії — знахо оптимального балансу між прибутками, активами і зростанням. Зазначена модель дає можливість моделювати економічну ситуацію в компаніях, а також використовувати її для порівняння компаній та навіть галузей.

Для обґрунтування вибору цільової компанії в роботі запропонована система показників експрес-аналізу компаній на ринку злиття-поглинання, в основу якої покладено, так звану, «панель результатів»: виручка, вільний грошовий потік, економічна додана вартість, показники рентабельності компанії, серед них рентабельність власного капіталу (ROE). На відміну від існуючих, ця система передбачає використання тільки відкритої інформації, не містить складних розрахунків та включає дані, пов'язані безпосередньо зі стратегіями і зростанням вартості. Це дає змогу її швидкого використання кожному потенціальному інвестору з метою пошуку «цікавих цілей» і відстеження результатів свого вибору, в тому числі при угоді злиття-поглинання. Запропонований експрес-аналіз діяльності компаній дозволить керівництву компанії зосередитись на істотних чинниках економічного стану компанії, дасть можливість оцінити загальний фінансово-господарський стан компаній та вибрати такі, що можуть бути потенційними цілями майбутніх інвесторів та покупців.

У дослідженні виявлено, що основними методами фінансування М & А-угод є: позикове (debt financing), змішане або гібридне (hybrid financing), а також фінансування з використанням власного або акціонерного капіталу (equity financing). Аналіз методів фінансування угод М & А на світовому ринку

дозволив виявити, що на сучасному етапі превалює «оплата» злиттів-поглинань методом позикового фінансування.

Аналіз практики фінансування на ринку M & A свідчить, що враховуючи особливості розвитку вітчизняного ринку цінних паперів спостерігаються інші пропорції між грошовим і паперовим фінансуванням. У зв'язку з чим, відносно невелика кількість найбільших українських «блакитних фішок», які котируються на вітчизняних біржах, не стають об'єктом поглинання, навіть якщо їх ринкова вартість істотно занижена в порівнянні з потенційною. Більшість угод злиття-поглинання фінансуються за рахунок фінансових джерел, а такий поширений у світовій практиці метод фінансування як LBO в Україні фактично не застосовується.

У третьому розділі «Науково-методичні підходи до оцінки вартості публічних акціонерних компаній» розроблено науково-методичний підхід до оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків; модель оцінки інвестиційної вартості одиничної акції компанії-цілі; зроблено верифікацію запропонованих моделей.

Проведене дослідження дозволило запропонувати науково-методичний підхід до оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі, в основу якого покладений метод дисконтування грошового потоку, що дозволило побудувати модель оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків (рис. 3).

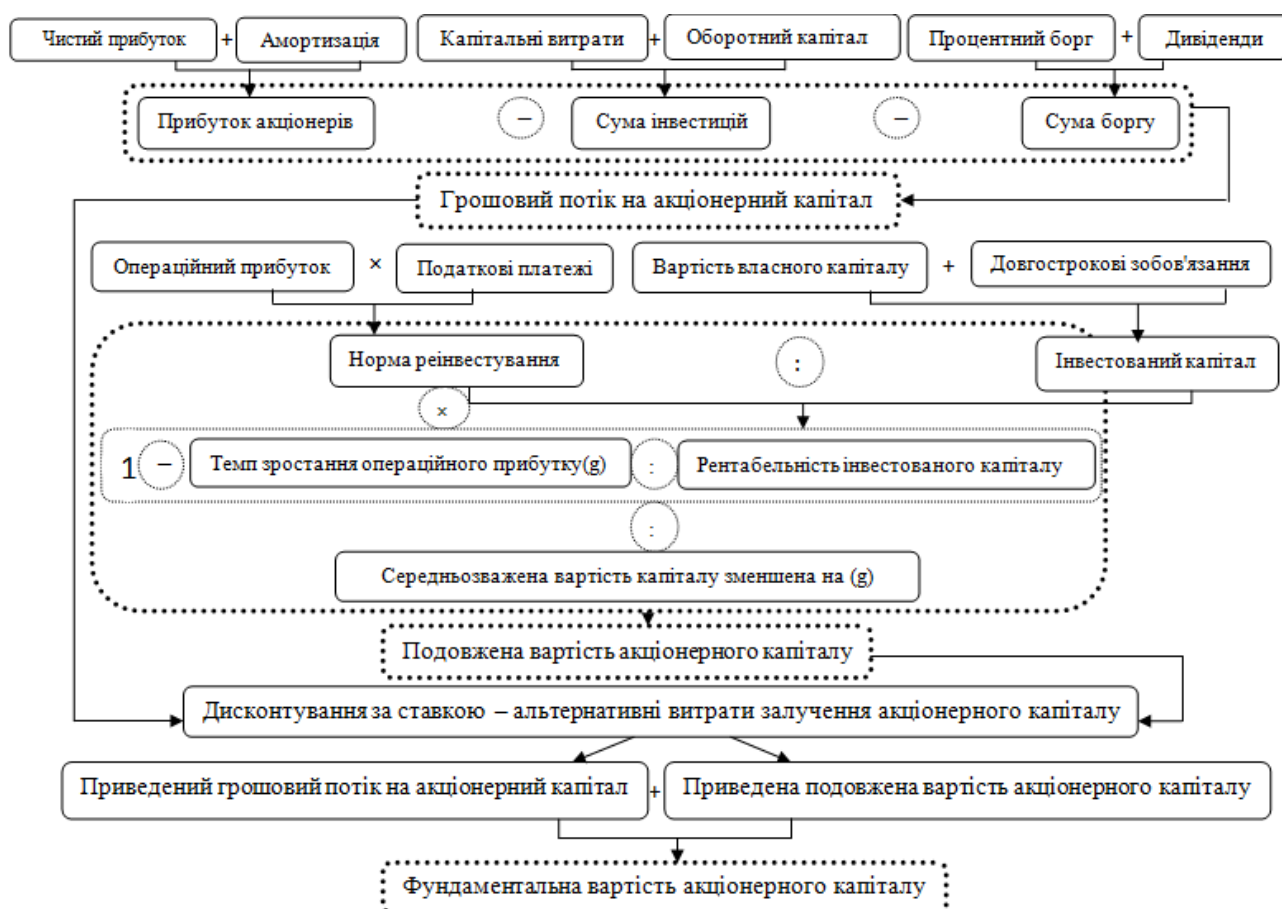


Рис. 3 Структурна схема моделі оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі

Головними компонентами моделі оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на ринку злиття-поглинання є: грошовий потік на акціонерний капітал і продовжена вартість. Запропонований методичний підхід та побудована модель дозволять: виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, що покладено в основу оцінок вартості компанії, із загального потоку грошових коштів; використовувати для розрахунків доступну інвесторам вихідну інформацію про компанії-цілі.

Запропонований методичний підхід перевірений на низці ПАТ різних галузей, що стали компаніями-цілями в угодах злиття-поглинання: АКБ «Райффайзенбанк Україна Аваль» (BAVL), ПАТ «Суднобудівний завод «Залив» (SZLV), ПАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» (IGOK), ПАТ «Харцизький трубний завод» (HRTR) і компанії-ініціатора угод – Metinvest B.V. (Міжнародна вертикально інтегрована гірничо-металургійна компанія). Предметом угоди були акції. Отримані результати свідчать про позитивний ефект процесу злиття-поглинання на динаміку зміни фундаментальної вартості даних компаній. Розмір фундаментальної вартості постійно збільшується, виключення складає 2009 рік, у зв'язку з фінансовою кризою та падінням активності на всіх ринках (табл.1).

Таблиця 1

Зміна фундаментальної вартості (FV) компаній вибірки (млн. грн.)

рік	BAVL	зміна	SZLV	зміна	IGOK	зміна	HRTR	зміна	Metinvest	зміна
2005	413		-25		908					
2006	752	+339	-103	-78	1218		1001		23486	
2007	2842	+2090	162	+265	2098	+880	1084	+83	40436	+16950
2008	5501	+2659	117	-44	6936	+4838	1704	+620	64496	+24060
2009	3546	-1955	14	-104	6524	-412	1098	-606	11445	-53051
2010	782	+1261	187	+173	8129	+1605	1099	+0,49	74305	+62860
2011	6209	+1342	6	-181	13434	+5306	1797	+698	86692	+12387

* рік консолідації

Джерело: розраховано автором

Здійснено наукове обґрунтування рекомендацій та запропоновано модель оцінки інвестиційної вартості однієї акції з урахуванням інтересів міноритарних акціонерів. Запропонована модель дає можливість розрахувати вартість різних пакетів акцій від однієї акції до 100% акцій. Практичне використання моделі надає можливість визначення вартості бізнесу через статистичну оцінку вартості однієї акції і дисперсію відхилення цієї оцінки від ринкової вартості. При цьому дивідендний дохід замінюється грошовим потоком на власний акціонерний капітал, а курсова вартість ціною продажу бізнесу в кінці строку володіння.

Рекомендації передбачають використання двох моделей:

1. Для визначення математичного очікування поточної інвестиційної вартості акції при припущенні, що величини w_k і j_k при $k = 1, 2, \dots, N$, є випадковими та незалежними, пропонуємо використовувати модель 1:

– МОЖЛИ

$$M(X^0) = \frac{q \left[\left(\frac{1+w}{1+r} \right)^N e^{0.5N\sigma_w^2} - 1 \right]}{\left[1 - \frac{1+r}{1+w} e^{-0.5\sigma_w^2} \right]} + X_0 \left[\frac{1+j}{1+r} \right]^N e^{0.5N\sigma_j^2}, \quad (1)$$

де $M(X^0)$ – математичне очікування поточної інвестиційної вартості акції; q – значення дивідендів, фактично виплачених за останній рік; w_k – відносна зміна дивідендного доходу за k -й рік; X_0 – фактична курсова вартість акцій на початковий момент на відміну від поточної інвестиційної вартості X^0 акції на той же момент; j_k – відносна зміна курсової вартості на k -й період.

2. Якщо дивіденди не виплачуються ($q = 0$), то застосовується модель 2:

$$M(X^0) = X_0 \left[\frac{1+j}{1+r} \right]^N e^{0.5N\sigma_j^2}, \quad (2)$$

Модель (2) дозволяє оцінити інвестиційну вартість одиничної акції в розрахунку тільки на можливе зростання її курсової вартості в майбутньому. Це відкриває можливість оцінки одиничних акцій у вітчизняних умовах, коли дивіденди, як правило, не виплачуються, а самі акції не котируються на ринку цінних паперів. У такому випадку в якості X_0 можна використовувати середню балансову вартість акції, а в якості відносних змін вартості акції, використовувати відносні зміни балансової вартості акціонерного капіталу з ретроспективних балансових звітів компанії. Тобто в якості елемента « j_k » використовується відносна зміна балансової вартості на k -й період.

Запропоновані моделі дозволяють отримати оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі на підставі дослідження статистичних даних про зміни дивідендного доходу у часі і зміни балансової вартості акцій за той самий часовий період. Отримані оцінки являють собою імовірнісні величини (математичне очікування) поточної вартості та дають змогу оцінити ризики, які супроводжують отримання відповідного доходу. Структурна схема моделі оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі, яка дозволяє оцінити вартість міноритарних пакетів акцій представлено на рис. 4.



Рис. 4 Структурна схема моделі оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі

Джерело: розроблено автором

Представлена модель (2) дозволяє не тільки оцінити інвестиційну вартість одиничних акцій, а й вказати на недооцінку чи переоцінку цих акцій на ринку. Така модель дає змогу отримати більш об'єктивні оцінки вартості компанії порівняно з традиційними підходами. Аналіз співвідношення інвестиційної вартості одиничних акцій та ціни покупки акцій компаній з вибірки за даними «Позабіржової Фондової Торгівельної Системи» (ПФТС) свідчить, що майже всі компанії з вибірки є недооціненими ринком. Отже, інвестори, орієнтуючись тільки на дані представлені ринком, не отримують правдивої інформації. Враховуючи те, що модель дозволяє оцінити вартість однієї акції компанії, інвестори отримують можливість оцінити вартість будь-якого пакета акцій: від 1 акції до 100%.

Проведена верифікація моделі оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків показує функціональну залежність між отриманою фундаментальною вартістю, ринковою вартістю та акціонерним капіталом. На дану залежність впливають фактори, головними з яких є: специфіка фінансового ринку України, асиметричність інформації, правове середовище, відсоток free-float (частка акцій публічної компанії, що перебуває у вільному обігу) і неліквідність паперів на біржі. Високі пояснюючі властивості моделі оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій публічної компанії підтверджують здатність змінюватися в напрямку тенденції ключових параметрів, що дає можливість її використання і в період кризи. Моделі відповідають основним критеріям ефективної моделі оцінки і є придатними інструментами для оцінки публічних компаній на ринку злиття-поглинання в Україні.

Реалізація запропонованих методичних підходів та моделей оцінки фундаментальної вартості та інвестиційної вартості одиничних акцій, а також рекомендацій по їх впровадженню дають змогу підвищити якість оцінки бізнесу, дозволяють визначити вартість будь-якого пакету акцій. Напрацьований в дисертації методологічний та понятійний інструментарій може бути застосований в процесі вирішення широкого спектру більш вузьких (конкретних) актуальних науково-теоретичних і прикладних завдань, пов'язаних з оцінкою вартості компаній та прийнятті обґрунтованого рішення відносно процесу злиття-поглинання, що планується.

ВИСНОВКИ

У дисертаційному дослідженні наведено узагальнення теоретичних положень щодо оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання і нове вирішення наукової задачі, що полягає в розробці науково-методичних підходів щодо вдосконалення методів і моделей оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків та інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі в межах угод злиттів-поглинань з урахуванням особливостей ринку реалізації таких угод в Україні.

За результатами проведеного дослідження сформульовані наступні висновки:

1. На основі аналізу та узагальнення наукових напрацювань в роботі уточнено понятійний апарат дослідження, а саме: поняття «злиття-поглинання», під яким розуміємо процес, метою якого є розширення сфери впливу і господарської влади компанії-ініціатора над компанією-ціллю, збільшення добробуту акціонерів та захист їх прав, концентрації і централізації капіталу та орієнтації на збільшення ринкової вартості компанії; поняття «ринку злиття-поглинання», під яким розуміємо сукупність економічних відносин, що виникають між компанією-ініціатором та компанією-ціллю в процесах злиття-поглинання з урахуванням попиту, пропозиції і ціни. Таке розуміння становить методологічні засади дослідження процесів злиття-поглинання на ринку в Україні. Виявлено економічну сутність процесу злиття-поглинання, яка полягає у концентрації і централізації капіталу та виступає одним з сучасних ефективних механізмів транснаціоналізації виробництва, що забезпечує міждержавний, внутрішньо- та міжгалузевий перелив капіталу і раціоналізує розміщення окремих частин відтворювальних процесів компаній. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що існуючі класифікації угод злиттів-поглинань не задовольняють вимогам сучасного етапу розвитку фінансового ринку та не враховують специфічні риси М & А в Україні. Запропоновано науково-методичний підхід, який дозволив удосконалити класифікацію угод на ринку М & А. Класифікація доповнена специфічними ознаками, що притаманні вітчизняному ринку М & А, а саме: законність угоди, характер корпоративної стратегії, механізм здійснення, характер мети і учасника угоди. Це дозволяє зосередити увагу менеджерів, які керують процесом злиття-поглинання, на найбільш вагомих аспектах цього процесу на відповідному ринку в Україні.

2. Досліджено процес формування економічних ефектів злиттів-поглинань (синергії) як головного мотиву угод М & А. Встановлено, що джерелами отримання синергитичних ефектів є: технологічна економія; економія на масштабі сфери діяльності; економія на транзакційних витратах; отримання конкурентних переваг на ринках.

3. Визначені методологічні підходи до оцінки вартостей, які використовуються при оцінці компаній для цілей злиттів-поглинань та встановлено взаємозв'язок між ними. До таких вартостей відносяться: обґрунтована ринкова, інвестиційна, фундаментальна (внутрішня) вартість. Дослідженням доведено, що саме ці види вартості найбільше фіксують джерела формування доходу, а основною ознакою вибору адекватного виду вартості бізнесу у випадку проведення оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання виступає джерело формування доходу. Взаємозв'язок між різними видами вартості виявляється у тому, що фундаментальна вартість, тобто активи компанії змінюється під впливом ринкових чинників на величину системного ефекту, тобто перетворюється у обґрунтовану ринкову вартість. Інвестиційна вартість – це вартість компанії, що являє собою збільшення ринкової вартості на величину корпоративного

ефекту. Зазначені підходи становлять базис визначення вартості компанії у процесі злиття-поглинання.

4. Проведений аналіз операцій злиття-поглинання у світі, в тому числі в Україні, дав можливість дослідити основні тенденції розвитку ринку злиттів-поглинань. В супереч світовій економічній кризі, спостерігається та прогнозується збільшення обсягів угод та їх вартості, особливо в транскордонних угодах. Для ринку M & A в країнах з транзитивною економікою характерні: горизонтальні угоди (в першу чергу, така тенденція стосується конгломеративних злиттів-поглинань металургійної галузі, енергетичного комплексу і нових лідерів ринку злиття-поглинання АПК та ритейлу); орієнтація на виробництво сировини, що відбивається і на сумі операцій M & A; мінімальна кількість угод типу LBO, що свідчить про недостатню роль менеджерів на ринку M & A; злиття-поглинання стали набувати більшою мірою стратегічного характеру, мають більш цивілізовані форми; низький інтерес до українських активів з боку іноземних інвесторів і перевага операцій, що здійснюються за рахунок активності українських фінансово-промислових груп та російських компаній.

5. У роботі розглянуто особливості методів фінансування на ринку M & A: позикового, гібридного і фінансування з використанням акціонерного капіталу. Аналіз змін на світовому ринку методів фінансування угод M & A виявив тенденцію до збільшення «оплати» злиттів-поглинань за допомогою позикового фінансування. Фінансування з використанням власного або акціонерного капіталу, як і змішане фінансування, на сьогодні не набуло розповсюдження. Аналіз вітчизняної практики фінансування на ринку M & A свідчить, що через особливості розвитку вітчизняного ринку цінних паперів спостерігаються зворотні пропорції грошового і паперового фінансування. Більшість угод M & A фінансуються за рахунок фінансових джерел.

6. Проведений експрес-аналіз компаній на ринку злиття-поглинання з використанням запропонованої системи показників, в основу якої покладено «панель результатів», дає змогу обґрунтувати вибір цільової компанії і відстежувати результати свого вибору. На відміну від існуючих, ця система передбачає використання тільки відкритої інформації, не містить складних розрахунків та включає дані, пов'язані безпосередньо зі стратегіями і зростанням вартості. Запропонований експрес-аналіз діяльності компаній дозволить керівництву компанії зосередитись на істотних чинниках економічного стану компанії, дасть можливість оцінити загальний фінансово-господарський стан компаній та вибрати такі, що можуть бути потенційними цілями майбутніх інвесторів та покупців.

7. Розроблено науково-методичний підхід щодо оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків. Застосування методу дисконтування грошового потоку дозволило побудувати модель оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі. Головними компонентами моделі є: грошовий потік на акціонерний капітал і продовжена вартість. Запропонований методичний підхід та побудована модель дозволять: виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, що покладено в

основу оцінок вартості компанії, із загального потоку грошових коштів; використовувати для розрахунків доступну інвесторам вихідну інформацію про компанії-цілі.

8. Побудована модель оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі, практичне значення якої полягає в можливості визначення вартості бізнесу через статистичну оцінку вартості одиничної акції і дисперсію відхилення цієї оцінки від ринкової вартості. Така модель дає змогу отримати більш об'єктивні оцінки вартості компанії порівняно з традиційними підходами. Апробація моделі свідчить про те, що майже всі компанії з вибірки є недооціненими ринком. Модель дає змогу оцінити вартість однієї акції компанії, а інвестори отримують можливість оцінити вартість будь-якого пакета акцій.

9. Проведено верифікацію запропонованих моделей. Модель оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків дає можливість стверджувати про функціональну залежність між отриманою фундаментальною вартістю, ринковою вартістю та акціонерним капіталом. Доведено, що на отриману залежність мають суттєвий вплив фактори, головними з яких є: специфіка фінансового ринку України, асиметричність інформації, правове середовище, відсоток free-float і неліквідність паперів на біржі. Високі пояснюючі властивості моделі оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій публічної компанії підтверджують здатність змінюватися в напрямку тенденції ключових параметрів, що дає можливість її використання і в період кризи.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Статті у наукових фахових виданнях

1. Тарасова О. В. Актуальні проблеми управління корпораціями в Україні / О. В. Тарасова // Вісник соціально-економічних досліджень: збірник наукових праць. – ~~2005~~. – С.296 –301. (0,41 д. а.)
2. Тарасова О.В. Корпоративні конфлікти як одна з проблем управління підприємствами в Україні / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОДЕУ. – 2007. – №4 (41). – С.63 –70. (0,44 д. а.)
3. Тарасова О. В. Особливості рейдерства в Україні / О. В. Тарасова // Вісник соціально-економічних досліджень: збірник наукових праць. – 2007. – № 29. – С.206– 210. (0,4 д. а.)
4. Тарасова О. В. Способи і механізми захисту прав і інтересів акціонерного товариства / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОДЕУ. – 2008. – №6(62). – С.132 –139. (0,4 д. а.)
5. Тарасова О. В. Корпоративне управління як фактор росту ринкової вартості компанії / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОДЕУ. – 2009. – №8(86). – С.114 –121. (0,38 д. а.)
6. Тарасова О. В. Шляхи реалізації дивідендної політики підприємств в Україні / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОДЕУ. – 2010. – №4(105). – С.41 –47. (0,39 д. а.)

7. Тарасова О. В. Проблеми та перспективи ринку злиття та поглинання в Україні // О. В. Тарасова / Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2010. – № 69. – С.223 –231. (0,72 д. а.)
8. Тарасова О.В. Аналіз методів оцінки вартості компанії при злитті та поглинанні / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОНЕУ. – 2012. – № 1(44). – С.367 –374. (0,68 д. а.)
9. Кубліков В. К. Основні тенденції злиттів і поглинань корпорацій в країнах з транзитивною економікою на прикладі України / В. К. Кубліков, О. В. Тарасова // Вісник соціально-економічних досліджень: збірник наукових праць. – 2013. – №1(2) – 14. *Особистий внесок здобувача: проведено статистичне дослідження операцій злиття і поглинання в країнах з транзитивною економікою. (0,26 д. а.)*
10. Кубліков В. К. Концепція управління вартістю як інструмент боротьби в умовах глобальної конкуренції / В. К. Кубліков, О. В. Тарасова // Науковий вісник ОНЕУ. – 2013. – №5(184). – С.110 *Особистий внесок здобувача: обґрунтована необхідність концепції управління вартістю компанії та орієнтації компанії на зростання цінності. (0,2 д. а.)*
11. Тарасова О. В. Основні методологічні підходи до оцінки вартості компаній в процесі злиття-поглинання / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОНЕУ. – 2014. – №2 (210) – С.167 –181. (0,62 д. а.)

Публікації в інших виданнях

12. Тарасова О. В. Факторы, влияющие на увеличение стоимостной оценки компаний в процессе слияния-поглощения / О. В. Тарасова // Научный журнал «Новый университет «Экономика и право», Россия, Йошкар-Ола. – 2013. – № 2 (24). – С.10– 13. (0,2 д. а.)
13. Величко Г. О. Фінанси підприємств: навчальний посібник / Г. О. Величко, Л. М. Дейніс, О. В. Тарасова – Одеса: ОНЕУ. – 2012. – С.211– 232. *Особистий внесок здобувача: тема 12. Теоретичні основи сутності та організації оцінки вартості підприємства (бізнесу). (1,38 д. а.)*
14. Tarasova O.V. Modern concepts of M & A / O. V. Tarasova // Sp-ka z o.o. «Nauka i studia», Przemysl, Poland. – 2013. – P.88– 92. (0,29 д. а.)
15. Тарасова О. В. Оцінка інвестиційної вартості одиничних акцій компаній в Україні в процесі злиття та поглинання / О. В. Тарасова // Науковий журнал «Кримський економічний вісник». – 2013. – С.261– 263. (0,3 д. а.)

Матеріали і тези конференцій

16. Тарасова О.В. Проблеми управління великими підприємствами в Україні / О. В. Тарасова // Проблеми підвищення ефективності господарювання в умовах трансформаційної економіки: Науково-практична конференція молодих науковців (м. Одеса, 12 квітня 2006 р.) – Одеса: С.235– 242. (0,46 д. а.)
17. Тарасова О. В. Оцінка фундаментальної вартості публічної компанії-цілі в процесі злиття та поглинання / О. В. Тарасова // Макроекономічні проблеми інвестиційно-інноваційного розвитку: XXVI Міжнародна наукова-

практична конференція для студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Київ, 11-12 жовтня 2013 р.) – Київ: Аналітичний центр «Нова Економіка», 2013. – С.78– 81. (0,22 д. а.)

18. Тарасова О. В. Методи фінансування на ринку М & А: міжнародний та вітчизняний досвід / О. В. Тарасова // Ефективне управління економікою: теорія і практика: Міжнародна науково-практична конференція (Черкаси, 4-5 жовтня 2013 р.) – Черкаси: Видавничий дім «Гельветика», 2013. – С.267– 270. (0,22 д. а.)

АНОТАЦІЯ

Тарасова О. В. Оцінка вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання в Україні. – На права рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Одеський національний економічний університет, Одеса, 2014.

У дисертації з'ясовані економічна сутність та основні характеристики процесів злиття-поглинання та дана узагальнена класифікація угод злиттів-поглинань. Досліджене формування економічних ефектів злиттів-поглинань (синергії) як головного мотиву даних угод. Визначені види вартості, які використовуються при оцінці компаній для цілей злиттів-поглинань. Показаний взаємозв'язок між видами вартості в рамках угод злиттів-поглинань. Проведене статистичне дослідження операцій злиття і поглинання у світі та країнах з транзитивною економікою, в тому числі Україні та сформовані основні тенденції розвитку ринку злиттів-поглинань. Проаналізовані недоліки сучасних методів і підходів до оцінки вартості бізнесу при мінливій структурі капіталу. Розглянуті особливості методів фінансування на ринку М & А: міжнародний та вітчизняний досвід. Запропонована система показників, що розраховуються за даними виробничо-фінансової звітності компаній та на її основі проведений експрес-аналіз компаній на ринку злиття-поглинання для обґрунтування вибору цільової компанії. Розроблені моделі оцінки одиничних акцій компанії-цілі і оцінки фундаментальної вартості публічної компанії-цілі на підставі моделювання грошових потоків. Проведена верифікація запропонованих моделей оцінки вартості компанії-цілі.

Ключові слова: оцінка, вартість, публічна акціонерна компанія, ринок злиття-поглинання, компанія-ціль.

АННОТАЦИЯ

Тарасова О. В. Оценка стоимости публичных акционерных компаний на рынке слияний-поглощений в Украине. – На правах рукописи.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – ~~денежные~~ и кредит. – Одесский национальный экономический университет, Одесса, 2014.

В диссертации проведено обобщение теоретических положений по оценке стоимости публичных акционерных компаний на рынке слияний-

поглощений. На основе анализа и обобщения научных работ в работе уточнен понятийный аппарат исследования, а именно: понятие «слияние-поглощение», понятие «рынок слияний-поглощений». Выявлено экономическую сущность процесса слияния-поглощения. Предложен научно-методический подход, который позволил усовершенствовать классификацию сделок на рынке М & А. Классификация дополнена специфическими признаками, которые свойственны отечественному рынку М & А.

Исследован процесс формирования экономических эффектов слияний-поглощений (синергии) как главного мотива сделок М & А. Установлено, что источниками получения синергитических эффектов являются: технологическая экономия; экономия на масштабе сферы деятельности; экономия на транзакционных издержках; получения конкурентных преимуществ на рынках.

Определены методологические подходы к оценке стоимостей, которые используются при оценке компаний для целей слияния-поглощения и установлена взаимосвязь между ними.

Проведенный анализ сделок слияния-поглощения в мире, в том числе в Украине, дал возможность исследовать основные тенденции развития рынка слияний-поглощений. Выделены характерные черты рынка М & А в странах с транзитивной экономикой.

В работе рассмотрены особенности методов финансирования на рынке слияния-поглощения: заемного, гибридного и финансирования с использованием акционерного капитала. Анализ отечественной практики финансирования на рынке М & А свидетельствует, что из-за особенностей развития отечественного рынка ценных бумаг наблюдаются обратные пропорции денежного и бумажного финансирования.

Проведенный экспресс-анализ компаний на рынке слияний-поглощений с использованием предложенной системы показателей, в основу которой заложена «панель результатов», позволяет обосновать выбор целевой компании и отслеживать результаты своего выбора.

Предложено новое решение научной задачи, которая заключается в разработке научно-методологических подходов по совершенствованию методов и моделей оценки фундаментальной стоимости публичной компании-цели на основании моделирования денежных потоков и инвестиционной стоимости единичных акций компании-цели в рамках соглашений М & А с учетом особенностей рынка реализации таких соглашений в Украине.

Проведена верификация предложенных моделей. Модель оценки фундаментальной стоимости публичной компании-цели на основании моделирования денежных потоков дает возможность утверждать о функциональной зависимости между полученной фундаментальной стоимостью, рыночной стоимостью и акционерным капиталом. Высокие информативные свойства модели оценки инвестиционной стоимости единичных акций публичной компании подтверждают способность изменяться в направлении тенденции ключевых параметров, что дает возможность ее использования и в период кризиса.

Ключевые слова: оценка, стоимость, публичная акционерная компания, рынок слияний-поглощений, компания-цель.

SUMMARY

Tarasova O.V. Valuation of Public Companies in Mergers and Acquisitions in Ukraine. – Manuscript.

The dissertation for attaining the scientific degree of Candidate of sciences in economics in specialty 08.00.08 – money, finances and credit – Odessa National Economic University, Odessa, 2014.

The dissertation clarified the economic essence and basic characteristics of M & A processes and gave a generalized classification of mergers and acquisitions. The formation of the economic effects of mergers and acquisitions (synergy) as the main motive of these agreements was researched. The types of value, used upon the valuation of companies for mergers and acquisitions, were defined. The correlation between the types of value in the mergers and acquisitions was shown. The statistical study of mergers and acquisitions in the world and countries with transitive economies, including Ukraine, was conducted, the main M & A market trends were formed. The disadvantages of modern methods and approaches to business valuation in a changing capital structure were analyzed. The features of methods of financing in the market M & A were examined: international and national experience. The author's system of rates was proposed, which was calculated based on data on production and financial statements of companies, and based on it an express-analysis of companies in mergers and acquisitions market was conducted to justify the selection of the target company. The models for valuation of single shares of the target company and the valuation of fundamental value of public target company based on cash flow modeling was developed. The verification of the proposed models of valuation of the target company was conducted.

Keywords: valuation, cost, public joint-stock company, mergers and acquisitions market, the target company.