

УДК 334.758

Є. М. Палига, В. В. Гомольська

Українська академія друкарства

МЕТОДИКА ВІДБОРУ ПЕРСПЕКТИВНИХ УГОД ЩОДО ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ

Досліджується взаємозв'язок між чистою приведеною вартістю ефекту синергії й ефективністю злиття і поглинання компаній. Описано підходи та методи оцінки ефекту синергії від злиття і поглинання. Характеризується та науково обґрунтовується алгоритм відбору угод стосовно злиття (поглинання), який дозволить уникнути неефективних угод власників з реструктуризації компаній.

Злиття, поглинання, ефект синергії, чиста приведена вартість ефекту синергії, підходи та методи оцінки, ефективність

У рамках корпоративної форми ведення бізнесу існує безліч механізмів корпоративного управління. Одним із зовнішніх механізмів є ринок злиття і поглинання. Мета процесу злиття і поглинання – отримання синергетичного ефекту. Існуючі сьогодні підходи і методи оцінки ефекту синергії вимагають внесення значних модифікацій. З огляду на вищевикладене, виникає потреба в розробленні цілісної методології оцінки ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній і алгоритму відбору перспективних угод на основі даного показника.

Сьогодні систему корпоративного управління в напрямку інтеграційної активності міжнародних та національних компаній і безпосередньо реалізації угод щодо злиття та поглинання досліджено досить різнопланово. До найвідоміших науковців, які у своїх роботах визначають і класифікують принципи організації та підходи до оцінки ефективності угод стосовно злиття та поглинання, у т. ч. через пояснення природи синергетичного ефекту, слід віднести Ю. Авхачева, Д. Бішопа, Д. Вачона, П. Гохана, Т. Еванса, Т. Коупленда, Т. Колера, В. Марченко, Н. Рудика, І. Сазонця, О.Сергєєву, І.Тивончука, Д. Хардинга та ін.

Проте в Україні питання оцінки ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній є відносно новим об'єктом вивчення і тому потребують подальшої розробки.

Метою нашої статті є наукове обґрунтування методики відбору угод стосовно злиття (поглинання), що дозволить уникнути неефективних угод з реструктуризації компаній.

Ефект синергії виникає не випадково, а є результатом цілеспрямованого управління вартістю компанії при наявності в її менеджменті компетенцій у питаннях управління синергією. Унаслідок наявності множини напрямів поведінки системи в умовах нерівноважності та нелінійності процесів передбачити синергію як результат самоорганізації досить складно.

Важливо виявити основні цілі, які переслідують сторони при укладанні угоди злиття або поглинання компаній, оцінити ефективність такої угоди та її можливі наслідки. Ключову роль при цьому відіграє докладна і чітка програма злиття (поглинання), що враховує вплив усіх факторів, котрі визначають величину ефекту синергії (рис. 1), і передусім розроблені критерії вилучення, на підставі яких відбиратимуться найпридатніші кандидати на злиття або поглинання: як компанія-покупець відшкодуватиме премію до ціни поглинання; які справжні синергетичні переваги матиме об'єднання та які з цих переваг є унікальними, недоступними іншим претендентам. Необхідно врахувати всі



Рис. 1. Визначальні фактори величини ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній [1, 3, 5]

можливі перешкоди, з якими зіткнеться компанія-покупець на шляху до досягнення запланованої величини ефекту синергії, розробити чіткий план заходів, аби запобігти впливу цих негативних факторів, а кожен прогнозовану синергію критично проаналізувати, звертаючи насамперед увагу на такі ключові параметри, як величина і час отримання вигоди, стадія економічного циклу, розмір компаній, що беруть участь в угоді, імовірність досягнення прогнозованого ефекту синергії. Тільки при дотриманні всіх вищезазначених умов угода зі злиття (поглинання) виявиться дійсно ефективною, а величина ефекту синергії відповідатиме очікуванням компанії-покупця.

Для вивчення механізму формування ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній проведено порівняльний аналіз факторів, які найбільшою мірою визначають величину ефекту синергії від злиття (поглинання) іноземних та українських компаній, і встановлено частоту прояву різних видів синергії від укладання подібних угод (табл. 1).

Таблиця 1

**Відмінності між українськими і зарубіжними
компаніями за проявом різних форм ефекту синергії
від укладання угод злиття (поглинання)**

Форма прояву ефекту синергії	Частота прояву даної форми синергії,% випадків укладання угод М & А компаніями	
	українськими	зарубіжними
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Зростання частки ринку і чистої виручки	40	63
Обхід квот, вихід на світовий ринок	30	–
Прискорення руху компанії стратегічною траскторією (створення / зміцнення ринкової ніші)	–	50
Отримання можливості реалізації інвестиційних проєктів, оптимізація капіталовкладень	30	–
Підвищення ефективності роботи з постачальниками (зниження закупівельних цін, забезпечення регулярності поставок)	30	25
Економія від масштабу	10	63
Економія з охоплення	30	–
Економія з гнучкості (отримання нових каналів збуту, доступ до налагоджених зв'язків і процедур взаємодії із замовниками, придбання масиву лояльних клієнтів і збільшення щільності охоплення споживачів)	80	50
Централізація маркетингу (можливість реалізації стратегії «пов'язаних продажів», використання загальних рекламних компаній)	–	50
Функціональна синергія (взаємодоповнюваність у сфері НДДКР)	–	38

Продовж. табл. 1

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Розширення сировинної бази	30	–
Розширення спектра надаваних послуг (номенклатури виготовлюваної продукції)	50	63
Командна синергія	40	–
Фінансова синергія, підвищення інвестиційної привабливості нової структури	30	25

Примітка. Складено за даними [2, 6, 9, 10].

При розробленні методики оцінки ефекту синергії від злиття і поглинання компаній слід розглянути можливість застосування трьох вартісних підходів, що традиційно використовуються в оціночній діяльності (рис. 2): дохідного, порівняльного (ринкового) й витратного (майнового). Порівняльна характеристика переваг і недоліків підходів та методів оцінки ефекту синергії від злиття і поглинання компаній показує, що кожний з розглянутих підходів до оцінки, як правило, враховує тільки одну зі сторін інтеграції, акцентуючи увагу на окремих процессах.

Оцінка величини ефекту синергії як найважливішого критерію відбору перспективних угод М&А є одним з найзначніших етапів планування операцій зі злиття (поглинання) компаній. У той же час більшість провідних спеціалістів, задіяних у подібних операціях, відзначають, що сьогодні жоден з відомих методів розрахунку ефекту синергії від угоди М&А не дозволяє отримати достовірну оцінку його величини й існує нагальна потреба в розробленні комплексної моделі оцінки величини ефекту синергії та побудови на її основі алгоритму відбору перспективних угод М&А.

При удосконаленні методики оцінки ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній слід виходити з таких недоліків існуючих методів оцінки:

1) більшість моделей пропонує розраховувати одноразовий ефект синергії, у той час як різноманітні види синергії виявлятимуться не відразу після об'єднання, а протягом декількох років, тому при оцінці ефекту синергії потрібно розглядати грошові потоки компанії за ряд наступних років, приводячи їх величину до поточного моменту на основі дисконтування [3, 4];

2) у більшості моделей не враховуються витрати, здійснені під час реалізації угоди [5, 8, 10];

3) усі моделі оцінки розглянуті як змінні, що впливають на величину ефекту синергії, розглядають лише зростання виручки від реалізації продукції чи зниження витрат на виробництво, але не враховують інші переваги від злиття компаній, наприклад, досягнення ефекту командної синергії [6, 7, 9].

Найбільш точне значення величини ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній дозволяє отримати методика оцінки ефекту синергії при стратегічній реструктуризації компанії на основі показника «чистий приведений ефект синергії» (NPVS).

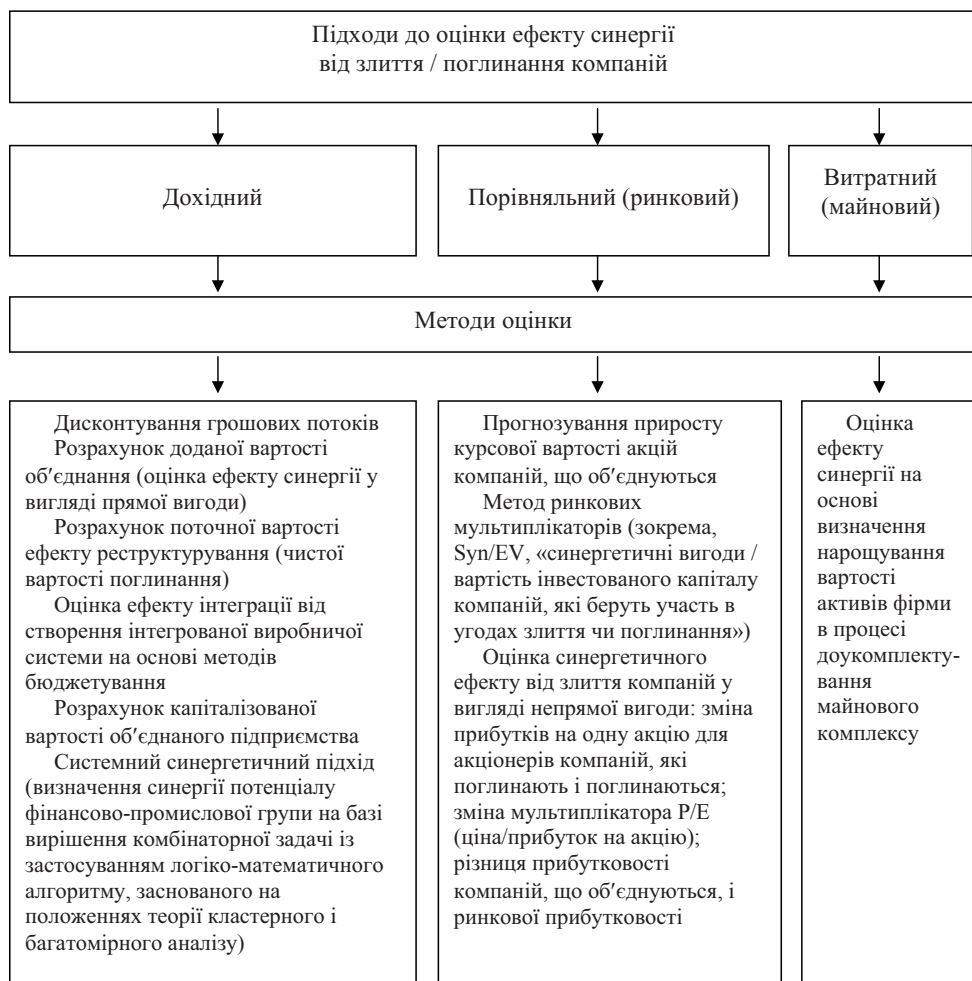


Рис. 2. Класифікація підходів та методів оцінки ефекту синергії від злиття і поглинання компаній [3, 4, 7, 8]

Для одержання найточніших розрахунків величини ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній видається доцільним використовувати при оцінці дохідний підхід як найбільш об'єктивний та інформативний і, у його рамках, модель дисконтування грошових потоків, до якої необхідно ввести додаткові змінні:

- 1) премія, виплачувана при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети (P);
- 2) витрати і втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання (C);
- 3) додаткові інвестиції на реструктурування (ΔI);
- 4) приріст доходів або економія на витратах унаслідок об'єднання управлінських здібностей команди (ΔM);

5) змінні «приріст виручки» (ΔR) та «економія на витратах» (ΔE) слід розглядати в розрізі окремих галузей з урахуванням переліку тих видів синергії, які з найвищою імовірністю виникнуть у підприємств даної галузі.

Премія, що виплачується при поглинанні компанією-покупцем акціонерів компанії-мети (P), і витрати та втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання (C) розглядаються як одноразові витрати, котрі компанія-покупець несе безпосередньо в момент укладання угоди, тому вони в пропонованій моделі не дисконтуються.

З урахуванням вищесказаного, вірогідніше величину ефекту синергії розраховувати на основі показника «чистий приведений ефект синергії» ($NPVS$). Пропонована формула розрахунку (1) має такий вигляд:

$$NPVS = V - (V_1 + V_2) - P - C =$$

$$= \left(\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r_e)^i} + \frac{FV}{(1+r_e)^n} \right) - \left[\left(\sum_{i=1}^n \frac{CF1_i}{(1+r_1)^i} + \frac{FV_1}{(1+r_1)^n} \right) + \left(\sum_{i=1}^n \frac{CF2_i}{(1+r_2)^i} + \frac{FV_2}{(1+r_2)^n} \right) \right] - P - C = \quad (1)$$

$$= \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCF_i}{(1+r_e)^i} - P - C,$$

у тому числі

$$\Delta FCFE = \Delta R - \Delta E - \Delta T - \Delta NWC - \Delta CE \pm \Delta L + \Delta D - \Delta I, \quad (2)$$

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

V (value) – інвестиційна вартість об'єднаної компанії з урахуванням очікуваних синергій;

V_1 – вартість компанії-покупця «статус-кво» (як незалежної);

V_2 – вартість компанії-цілі «статус-кво» (як незалежної);

CF_i (cash flow) – потік грошових коштів для акціонерів об'єднаної компанії в прогнозований період;

$CF1_i$ – потік грошових коштів для акціонерів компанії-покупця, діючої «статус-кво», у прогнозований період;

$CF2_i$ – потік грошових коштів для акціонерів компанії-мети, діючої «статус-кво», у прогнозований період;

FV – вартість об'єднаної компанії в пост-прогнозований період;

FV_1 – вартість компанії-покупця в пост-прогнозований період;

FV_2 – вартість компанії-цілі в пост-прогнозований період;

$\Delta FCFE$ (free cash flow to the equity holders) – приріст потоку грошових коштів для акціонерів;

ΔR (revenue) – приріст виручки (розраховується для найімовірніших форм прояву ефекту синергії з урахуванням галузевої приналежності компаній);

ΔE (expenses) – економія на витратах (розраховується для найімовірніших форм прояву ефекту синергії з урахуванням галузевої приналежності компаній);

ΔT (tax) – економія на податку на прибуток;

ΔNWC (net working capital) – економія на інвестиціях в оборотний капітал;

ΔCE (capital expenditure) – економія на капіталовкладеннях;

$\pm \Delta M$ (management) – приріст доходів (+) або економія на витратах (-) унаслідок об'єднання управлінських здібностей команди;

ΔD (debt) – зміна чистого боргу (з урахуванням фінансової синергії);

ΔI (investment) – додаткові інвестиції на реструктурування;

r_e (return) – дохідність акціонерного капіталу об'єднаної компанії (бар'єрна ставка);

r_1 – дохідність акціонерного капіталу компанії-покупця, діючої «статус-кво»;

r_2 – дохідність акціонерного капіталу компанії-мети, діючої «статус-кво»;

i – номер року прогнозного періоду;

n – останній рік прогнозного періоду;

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

C (costs) – витрати і втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання.

Запропонований метод усуває недоліки розглянутих раніше методів оцінки ефекту синергії від угод М&А при одночасному збереженні їхніх переваг, дозволяє більш точно й об'єктивно врахувати та оцінити весь спектр прояву форм ефекту синергії (як кількісних, так і якісних) від злиття і поглинання компаній і тим самим дає можливість обирати й укладати лише ті угоди М&А, які будуть перспективними з огляду розвитку і підвищення вартості підприємства.

Конкурентні переваги і приріст вартості об'єднаної компанії насамперед залежать від якості опрацювання угоди М&А та наявності чіткої стратегії злиття чи поглинання, що дозволить значно знизити витрати часу й інших ресурсів на розгляд свідомо непридатних цілей. У зв'язку з тим вважаємо за доцільне розробити алгоритм відбору перспективних угод злиття (поглинання) компаній на основі оцінки величини ефекту синергії як одного з основних критеріїв доцільності й ефективності укладання подібних угод (рис. 3).

Алгоритм ґрунтується на положенні про те, що стратегічне управління компанією вимагає наявності синергетично пов'язаного бізнес-ядра (базової компетенції, глибокого розуміння певного сектора галузей), підтримання і нарощування якого стає головним завданням корпоративного центру. При цьому перебування цільових компаній здійснюється на основі списку критеріїв пошуку компанії-мети для злиття (поглинання).

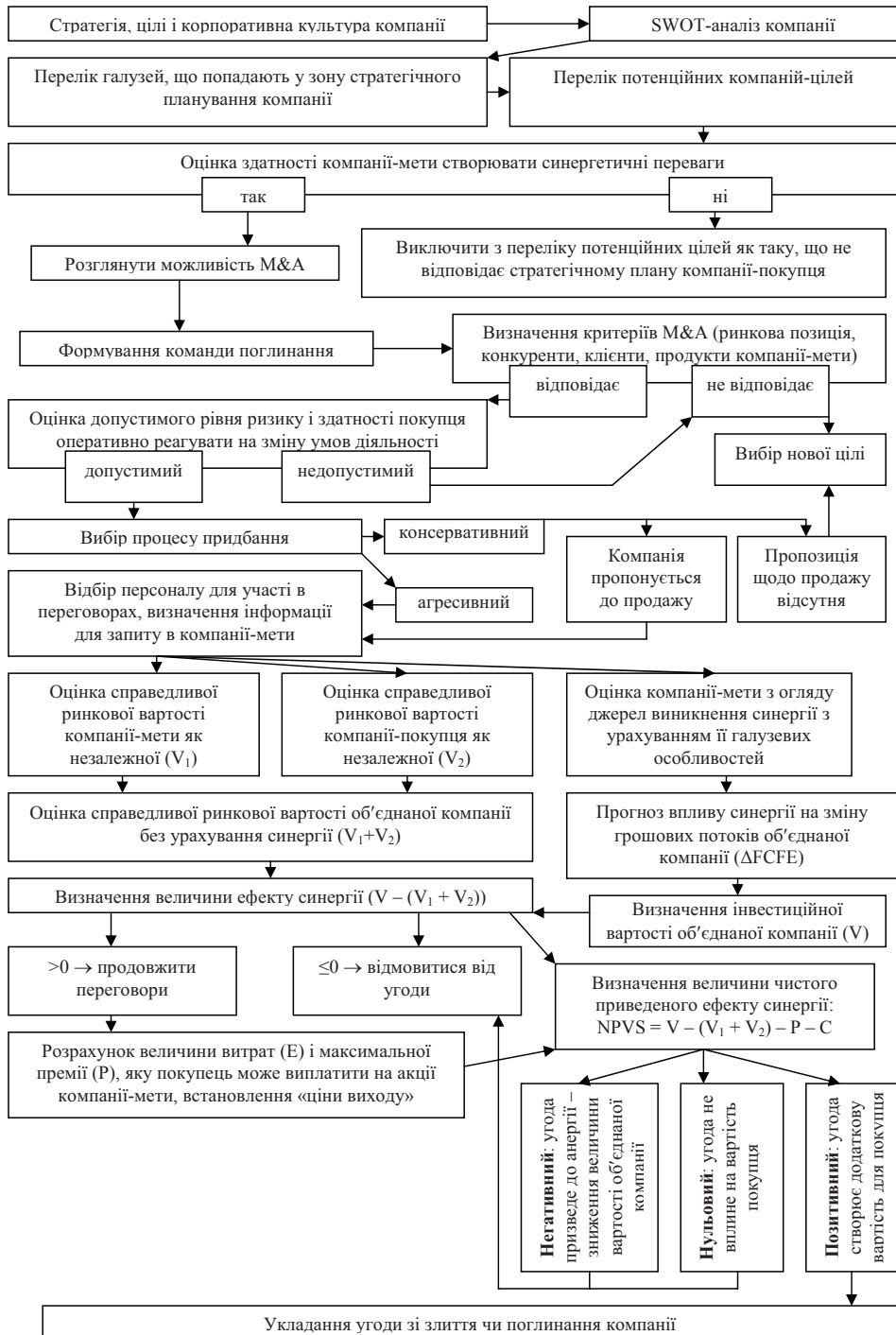


Рис. 3. Алгоритм відбору перспективних угод щодо злиття (поглинання) компаній на основі оцінки ефекту синергії

З огляду на вищевикладене, можна стверджувати, що вирішення проблеми розроблення комплексної моделі оцінки величини ефекту синергії та методики відбору на її основі потенційних компаній-цілей для укладання угод М&А має велике значення для ефективного розвитку сучасних організацій. При цьому моделі оцінки величини ефекту синергії потрібно розглядати як інструменти відбору перспективних угод М&А. У процесі оцінки величини ефекту синергії слід зважати на різноманіття факторів, які впливають на його величину, а також на всі форми прояву ефекту синергії з урахуванням галузевої специфіки компаній, що беруть участь в угоді. Застосування запропонованого алгоритму сприятиме запобіганню негативних наслідків угод щодо злиття (поглинання) компаній і дозволить компанії-покупцеві брати участь лише в перспективних угодах.

1. Авхачев Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство / Ю.Б. Авхачев. – М.: Научная книга, 2005. – 120 с. 2. Аналітичні огляди Pricewaterhouse Coopers International Limited [Електронний ресурс] – Режим доступу: // www.pwc.com. 3. Македон В.В. Організація, критерії і принципи ефективних корпоративних злиттів та поглинань / В.В.Македон // Наука й економіка. – 2011. – № 2 (22). – С. 68–74. 4. Марченко В.М. Методичні підходи до оцінювання синергетичного ефекту злиття та поглинання / В.М.Марченко // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – №4 (118). – С. 135–142. 5. Рудык Н.Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов: учеб. пособие / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2005. – 224 с. 6. Сергеева О.В. Концепція синергізму в обґрунтуванні ефективності стратегічного партнерства підприємств: теоретико-методичний аспект / О.В.Сергеева / Бюл. Міжнар. Нобелівського екон. форуму. – 2012. – № 1 (5). – Т. 2. – С.346-355. 7.Тивончук І.О. Вимірювання синергичного ефекту злиття та поглинання підприємств / І.О.Тивончук, Г.Я.Глинська // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. – 2008.– Вип. 6. – С. 39–51. 8. Хардинг Д. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки / Дэвид Хардинг, Сэм Роувит ; [пер. с англ. Петкевич А.Г.] – Минск : Гревцов Пабlishер, 2007. –256 с. 9. Gaughan P. Mergers, acquisitions, and corporate restructuring / P.Gaughan. – New Yourk : NY, Wiley, 2006. – 578 p. 10. Vachon D. Mergers & Acquisitions / D.Vachon – Riverhead Hardcover, 2007. – 304 p.

МЕТОДИКА ОТБОРА ПЕРСПЕКТИВНЫХ СОГЛАШЕНИЙ ОТНОСИТЕЛЬНО СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИЙ

Исследуется взаимосвязь между чистой приведенной стоимостью эффекта синергии и эффективностью слияния и поглощения компаний. Описаны подходы и методы оценки эффекта синергии от слияния и поглощения. Характеризуется и научно обосновывается алгоритм отбора соглашений по слиянию (поглощению), который поможет избежать неэффективных соглашений собственников по реструктуризации компаний.

METHOD OF SELECTION POLICY TRANSACTIONS ON MERGERS AND ACQUISITIONS

In the submitted work communication between net present value of the synergy effect and efficiency of mergers and acquisitions of companies is investigated. Approaches and methods of the estimation of the synergy effect from mergers and acquisitions are described. The description and a scientific substantiation of procedure of the choosing of the deals of mergers and acquisitions are presented.

Стаття надійшла 25.10.2012

УДК 336: 339.91

В. П. Колосова*Міністерство фінансів України***ГЛОБАЛІЗАЦІЯ МІЖНАРОДНОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ**

Проведено аналіз проблем розвитку фінансових ринків у процесі їх глобалізації та гармонізації. Окреслено важливість дослідження різних аспектів глобалізації фінансових ринків.

Глобалізація, міжнародний фінансовий ринок, гармонізація, розвиток

Процеси інтернаціоналізації капіталу, лібералізація міжнародних економічних відносин змінюють структуру та форму організації світової економіки. Стрімке формування глобального ринку і динамічний розвиток фінансових ринків країн стимулюють процеси гармонізації функціонування фінансових інститутів та інституцій.

Дослідженням процесів глобалізації фінансових ринків приділяють значну увагу науковці різних країн світу. У публікаціях, що порушують ці питання, представлені різні дослідження та погляди вчених і практиків. Загалом аналізу проблем розвитку фінансових ринків у процесі їх глобалізації та гармонізації присвячено роботи як іноземних, так і вітчизняних науковців, зокрема, В. Дорофєєва, С. Гофмана, А. Суєтіна, Дж.А. Хансона, Л.Дж. Мауера, Дж. Сороса, А. Кредисова, В. Лукашевича, Д. Лук'яненко, З. Луцишин, О. Рогача, С. Сіденко, Л. Яремко та інших.

Зростання обсягів міжнародних фінансових операцій, посилення конкуренції на глобалізованому ринку, діяльність транснаціональних корпорацій (ТНК) і транснаціональних банків (ТНБ) ставлять вимоги до вирішення актуальних проблем регулювання діяльності та розвитку суб'єктів глобалізованих фінансових ринків. Процеси глобалізації стимулюють зміни на ринку світових фінансів, висуваючи нові вимоги та пропонуючи нові напрями його функціонування. У зв'язку з тим дослідження різних аспектів глобалізації фінансових ринків сьогодні є актуальним.

Глобалізація, як основна тенденція, що характеризує сучасний розвиток світової економіки та фінансів, охопила практично усі сфери життєдіяльності людини. Донині не знайдено єдиної відповіді, що являє собою глобалізація. Значений процес досліджується різними науками та науковими школами, кожна з яких доводить правильність свого розуміння. Відповідно до комплексного підходу глобалізація – це комплексне геополітичне, гео економічне, геокультурне явище, що має потужний ефект для всіх сторін життєдіяльності суспільства. Глобалізація – це об'єктивний соціальний процес, змістом якого є зростаючий взаємозв'язок і взаємозалежність національних економік, національних політичних і соціальних систем, національних культур, взаємодія людини та оточуючого середовища. В основі глобалізації лежить розвиток світових ринків