

УДК 330.133.2.334.758

Комірна О.В.*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансового аналізу та аудиту
Київського національного торговельно-економічного університету***Гоцуляк В.Д.***кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансового аналізу та аудиту
Київського національного торговельно-економічного університету*

ПЕРЕДУМОВИ ТА ШЛЯХИ ВИЗНАЧЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ У ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

PREREQUISITES AND WAYS TO DETERMINE THE MARKET VALUE OF COMPANIES IN THE PROCESS OF MERGERS AND ACQUISITIONS

АНОТАЦІЯ

Стаття присвячена методологічним засадам визначення ринкової вартості компанії-цілі в процесі злиття та поглинання підприємств. Обґрунтовано необхідність проведення переоцінки активів, зобов'язань та капіталу під час здійснення операцій злиття та поглинання. Вивчено можливість застосування окремих методів під час оцінки майна та зобов'язань у процесі реорганізації підприємств. Встановлено проблемні сторони розрахунку ринкової вартості підприємства.

Ключові слова: ринкова та внутрішня вартість компанії; об'єднання, злиття, поглинання, поточна ринкова вартість, теперішня вартість.

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена методологическим основам определения рыночной стоимости компании-цели в процессе слияния (поглощения) предприятий. Обоснована необходимость проведения переоценки активов, обязательств и капитала при осуществлении сделок слияния и поглощения. Изучена возможность применения отдельных методов при оценке имущества и обязательств в процессе реорганизации предприятий. Установлены проблемные стороны расчета рыночной стоимости предприятия.

Ключевые слова: рыночная и внутренняя стоимость компании; объединения, слияния, поглощения, текущая рыночная стоимость, текущая стоимость.

ANNOTATION

The article is devoted to the methodological principles of determining the market value of the company-goal in the process of merger (absorption) of enterprises. The necessity of reassessment of assets, liabilities and capital during M & A transactions is substantiated. The possibility of using separate methods in assessing property and liabilities in the process of reorganization of enterprises is studied. The problem sides of the calculation of the market value of the enterprise are established.

Keywords: market and internal cost of the company; mergers, mergers, acquisitions, current market value, present value.

Постановка проблеми. Сьогодні операції злиття та поглинання (Mergers & Acquisitions) (M&A) вважаються одними з важливих інструментів розвитку бізнесу та оптимізації активів компанії. Для більшості організацій такі угоди є важливим засобом здійснення корпоративної стратегії, одним із головних шляхів досягнення конкурентних переваг [2]. Водночас високий податковий тиск, а також високі валютні ризики не стимулюють надходження прямих іноземних інвестицій а також стримують внутрішні інвестиції в економіку України.

Зважаючи на негативну тенденцію щодо успішності реалізації операцій злиття та поглинання (M&A) в Україні (від 50% до 60% операцій злиття та поглинання виявляються невдалими та не приносять очікуваного ефекту [2]), вдосконалення методології попередньої оцінки потенційних угод, а також аналізу ринкової вартості компаній є одними із першочергових завдань корпоративного менеджменту.

Тобто однією з проблем здійснення реорганізації підприємства є достовірна оцінка його майна, зобов'язань та капіталу, адже саме від правильності їх оцінки залежать виважені управлінські рішення щодо доцільності здійснення операцій M&A.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженнями сучасних тенденцій та методології здійснення операцій злиття та поглинання (M&A) займаються провідні міжнародні консалтингові та аудиторські компанії, зокрема компанія Dealogic, група корпоративних фінансів КПМГ, аудиторсько-консалтингові фірми Pricewaterhouse Coopers, Ernst & Young та інші. Значний внесок у дослідження різних аспектів формування процесів злиття та поглинання здійснено різними вітчизняними дослідниками: Т.А. Васильєвою, О.І. Гонтою, М. Табахарнюком, В.В. Томаревою, Н.В. Щербаковою та іншими.

Незважаючи на значний науковий здобуток, підхід до оцінки процесів злиття та поглинання постійно змінюється, зважаючи на зміни в корпоративному менеджменті, тому це питання потребує додаткових наукових досліджень.

Формулювання цілей статті. Метою статті є визначення методологічних засад здійснення операцій злиття та поглинання, а також розгляд основних традиційних підходів до оцінювання вартості бізнесу, визначення основних їх моделей у розрізі кожного підходу, розкриття переваг та недоліків їх застосування.

Виклад основного матеріалу дослідження. За даними Міністерства фінансів України, за останні роки спостерігається збільшення операцій на ринку злиття та поглинання

(M&A) України. Так, у 2016 році порівняно з 2015 роком кількість угод M&A збільшилася майже в 2,5 рази до 84 порівняно з 2015 роком. Згідно з базою даних M&A Ukraine [1], найбільша кількість угод злиття та поглинання була у секторах:

- банківських послуг (25 угод, із них в 12 угодах покупцями виступали резиденти України);
- будівництва та нерухомості (9 угод, з яких 6 угод ініціювали вітчизняні інвестори);
- АПК (8 угод, з яких 3 є угодами вітчизняних інвесторів).

За даними Українського інституту майбутнього [1] найбільша частка операцій злиття та поглинання у загальній їх кількості належить банківському сектору (питома вага угод у 2016 році – 29,76%), будівельній галузі (10,71%) та агропромислового комплексу (9,52%) (рис. 1).

Необхідно відзначити, що активність ринку злиттів та поглинань в Україні, як і в інших країнах, тісно корелює зі станом економіки.

Операції злиттів і поглинань є досить поширеними у світі, але вони часто не дають бажаного ефекту і не створюють додаткової вартості для інтегруючих компаній. Однією з проблем є правильне визначення ринкової вартості компанії-цілі, яку планує придбати компанія-інвестор, адже здійснення угод злиття та поглинання є складною та ризиковою операцією, за якої кожна зі сторін може як виграти, так і програти.

Відповідно до чинного законодавства оцінювання вартості суб'єкта господарювання регламентується Національними стандартами оцінки, зокрема стандартом № 3 «Оцінювання цілісних майнових комплексів» згідно з яким виокремлено три основних методичних підходи, які застосовуються під час оцінювання вартості підприємства: майновий, дохідний та порівняльний.

Майновий (витратний) підхід передбачає визначення ринкової вартості сукупних акти-

вів та розрахунок сукупної вартості підприємства, з якої вираховується вартість зобов'язань (боргів) підприємства, тобто визначається чиста вартість підприємства. Витратний (майновий) підхід для оцінки бізнесу іноді визначають також як оцінку на основі активів. Цей метод підходить для оцінки невеликих підприємств, оскільки оцінити за його допомогою інтелектуальну власність є досить складною процедурою. Крім того, можуть виникнути труднощі з оцінкою ефективності використання активів. Тому цей метод доцільно використовувати в тому разі, коли планується продаж компанії по частинах.

Особливістю використання методів порівняльного (аналогового) підходу для оцінки вартості підприємства є орієнтація на використання ринкових цін на аналогічні підприємства або їхні акції. За цим методом необхідно розрахувати вартість новоствореного підприємства та порівняти її з вартістю аналогічного вже існуючого підприємства. Цей метод може використовуватися для капіталомістких підприємств.

Дохідний підхід базується на врахуванні принципів найбільш ефективного використання та очікування, відповідно до яких вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу. Основними методами дохідного підходу є пряма капіталізація доходу та дисконтування грошового потоку. За допомогою цього підходу можна визначити ринкову та ліквідаційну вартість підприємства.

Дохідний підхід вважається найбільш прийнятним із погляду інвестування, оскільки потенційний інвестор, що вкладає гроші у підприємство, купує не набір майнових цінностей, а потік майбутніх доходів або вільних грошових коштів, що дозволяє йому окупити вкладені засоби, отримати прибуток і підвищити свій добробут. Таким чином, дохідний підхід

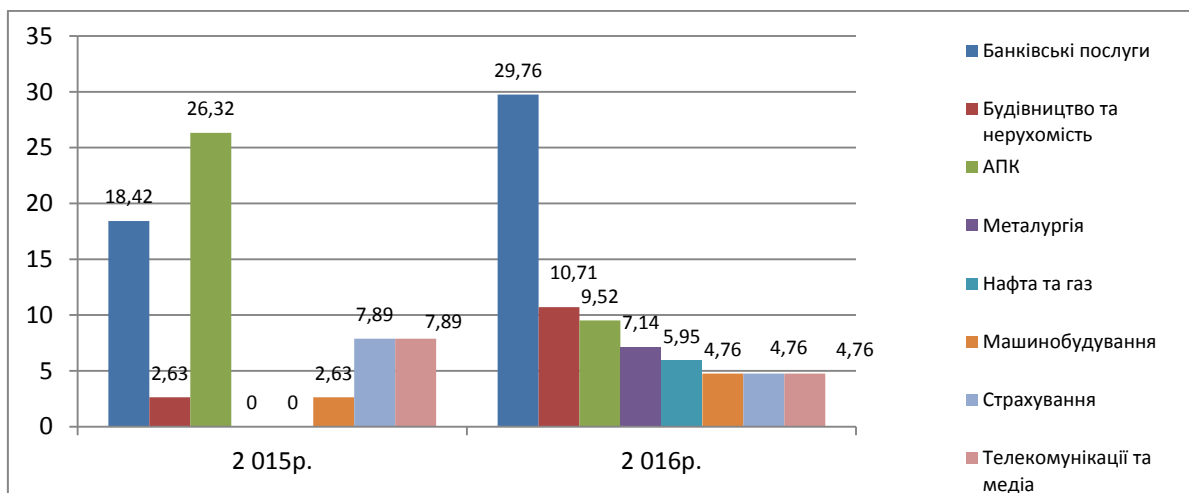


Рис. 1. Найбільш активні галузі за угодами злиття та поглинання (M&A) в Україні за 2015–2016 рр., % [1]

передбачає встановлення вартості підприємства або його частини шляхом розрахунку поточної вартості очікуваного прибутку [3].

Необхідно відзначити, що під час проведення оціночної експертизи вартості бізнесу має визначатися як вартість всіх активів компанії так і ефективність роботи підприємства загалом, а також майбутні грошові доходи, перспективи розвитку і конкурентне середовище на відповідному ринку. Економічну ефективність операцій злиття та поглинання можна оцінити зростанням економічної вигоди, яка буде проявлятися в тому разі, якщо ринкова вартість нової компанії з об'єднаним капіталом, що виникла в результаті злиття (поглинання), буде більшою, ніж сума вартостей компаній до їх об'єднання.

В Україні у сфері оцінки вартості бізнесу є багато нерегульованих питань, на які компанії не в змозі ніяким чином вплинути (зміна рівня оподаткування, нормативно-правової бази, інфляційний чинник). Тому формувати загальну оцінку вартості підприємства на основі лише декількох методів є недоцільним, адже цей процес потребує комплексного підходу. Необхідно також зазначити, що вибір та використання групи методів оцінки бізнесу залежатиме також від тих цілей, задля яких вона здійснюється, та порівнявши і зіставивши результати, отримані при використанні різних методів, можна надати об'єктивну оцінку вартості бізнесу.

Проведені дослідження дали змогу визначитися з основними перешкодами, які можуть відповідним чином вплинути на дохідність операцій злиття та поглинання:

- брак досвіду у працівників, які очолюють чи супроводжують здійснення операцій злиття та поглинання;
- переоцінка синергетичного та інших ефектів від здійснення операцій злиття та поглинання.

Так, перш ніж наважитися на здійснення операції злиття та поглинання, компанії зазвичай виявляють можливості для створення вартості чи ефекту синергії, які «вивільняються» в результаті угод. Негативним результатом в аспекті ціноутворення під час здійснення угод злиття та поглинання може стати те, що підприємство-покупець у результаті угоди отримує недооцінений актив, ринкова вартість якого буде нижчою від його реальних можливостей генерувати доходи в майбутньому [5];

- втрата кваліфікованого персоналу;
- несумісність корпоративних культур;
- невдала інтеграція інформаційних систем компанії тощо.

Так, за даними дослідження консалтингової компанії Nau Group [6], підприємства переоцінюють значення фінансових та технічних проблем, забуваючи про життєво необхідні складники процесу злиття, такі як узгодження корпоративних культур, людського капіталу, структури компанії та набору основних пра-

вил компанії. Тобто сьогодні успішність здійснення операцій злиття та поглинання залежить не тільки від правильності визначення синергетичного ефекту, але й від прогнозування розвитку нефінансових показників: стратегії, людських ресурсів, культурних факторів тощо. Стратегічний фокус непов'язування між собою нематеріальних та матеріальних цінностей компанії є обов'язковим елементом успішної операції щодо злиття чи поглинання компанії. Секрет успішного злиття чи поглинання полягає у знаходженні точного профілю культури, людського капіталу та структури цільової компанії [6].

На підставі комплексного аналізу реально оцінюють бізнес як майновий комплекс, здатний приносити прибуток. Разом із тим однією з головних проблем є складність пошуку необхідної інформації та здійснення відповідних розрахунків. Деякі дані про діяльність підприємства-ціль неможливо отримати, адже вони є комерційною таємницею, що не дає змоги їх використовувати у розрахунках оцінки вартості підприємства.

Враховуючи наявність великої кількості коригувань, пов'язаних із непрозорістю фінансової звітності, для оцінки ринкової вартості компанії доцільно використовувати не фінансову, а управлінську звітність підприємства-ціль. Також необхідно відзначити, що під час здійснення оцінки вартості одного і того самого підприємства для одних і тих самих цілей (M&A) можна отримати декілька оцінок вартості бізнесу які також будуть об'єктивними та правильними.

У практиці оцінки бізнесу в межах майнового (витратного) підходу найчастіше використовується метод чистих активів (іноді – метод ліквідаційної вартості), інформаційною базою яких є дані бухгалтерської звітності. Крім того, у складі активів повинна враховуватися вартість як матеріальних, так і нематеріальних активів. Часто ця стаття або не заповнюється підприємствами взагалі, або не відповідає ринковій вартості. Проте відсутність нематеріальних активів на балансі підприємств зовсім не означає, що вони не використовують їх у практичній діяльності.

Тобто однією із проблем є те, що бухгалтерська оцінка активів не збігається з їх реальною вартістю, переважно вона є меншою, а також потребує застосування відповідних методологічних підходів до визначення окремих видів активів (нематеріальних).

Також до проблем визначення ринкової вартості підприємства необхідно віднести проблему неврахування різного рівня ліквідності активів підприємства. У межах застосування витратного підходу передбачається визначення агрегованої величини вартості активів підприємства шляхом складання їх переоціненої вартості. Тобто під час визначення сукупної вартості активів компанії ліквідність усіх

активів (як обладнання, так і грошових коштів на рахунках компанії) вважається рівною. Як правило, на практиці все обмежується застосуванням сукупної знижки за низьку ліквідність, яка обирається оцінювачем. Часто така знижка входить до розрахункової величини вартості як частка знижки за низьку ліквідність для підприємства загалом. У результаті вибору певної величини знижки підсумковий показник оціночної вартості набуває ознак невизначеності.

Наступною проблемою здійснення операцій злиття та поглинання залишається питання повернення коштів, які вкладаються. У зв'язку з тим, що багато операцій зазнають невдач, ця проблема почала привертати все більшу увагу. Залишаються актуальними два широко обговорювані питання: як визначити, чи буде створена додаткова вартість внаслідок поглинання, і які чинники можуть призвести до провалу операції?

Визначаючи розмір необхідного фінансування для здійснення цієї операції, учасникам необхідно оцінити вартість самої операції придбання бізнесу, а також визначити, скільки коштів необхідно генерувати (використати) для функціонування об'єднаної компанії.

Необхідно відзначити, що на вартість компанії впливають не стільки фінансові показники, скільки оціночні, суб'єктивні, а іноді й емоційні чинники. Так, сьогодні інвестори готові інвестувати кошти в ту сферу, яка є потенційно привабливою та стратегічно вигідною. На вартість компанії впливає не тільки її поточний фінансовий стан, а й ті прогнозовані вигоди, які інвестор планує отримати від ефективного управління компанією. Так, інвестор може вкласти кошти у збиткову компанію, але розробити правильну бізнес-модель, яка дозволить оптимізувати робочий капітал та збільшити маржинальний прибуток за рахунок нових, інноваційних технологій. Тобто у нього є особливе бачення розвитку бізнесу і він по-іншому оцінює вартість або цінність придбаного активу.

Тобто для того, щоб визначити вартість підприємства, необхідно правильно оцінити фінансовий стан, який покаже потенціал підприємства, його конкурентоспроможність, прибутковість та оборотність капіталу, можливість вчасного розрахунку з боргами.

Необхідно відзначити, що сьогодні для оцінки ефективності операцій злиття та поглинання підприємств найчастіше використовуються два показники. Перший – це зростання вартості об'єднаних підприємств, тобто «вартісний розрив», який можливий завдяки появі додаткових грошових потоків в результаті їх

злиття, а другий – коефіцієнт конвертації, тобто обміну акцій залежно від способів оплати операції злиття.

Практика свідчить, що глибокий і послідовний аналіз злиття підприємств є неодмінним складником успіху їхньої діяльності у майбутньому. При цьому основою для проведення аналізу ефективності слугує моделювання фінансової звітності підприємства, новоствореного в результаті злиття, з урахуванням національних і міжнародних стандартів бухгалтерського обліку.

Висновки. Виходячи з проведеного аналізу щодо підходів і методів оцінки вартості бізнесу, слід зазначити, що коректний результат процесу оцінки вартості підприємства не може бути отриманий внаслідок застосування тільки одного з наявних підходів, оскільки кожен із них має свої недоліки та переваги. Найбільш доцільним є використання декількох підходів і методів оцінки з подальшим зіставленням отриманих результатів.

Під час визначення ринкової вартості компанії-цілі оцінці підлягають як матеріальні, так і нематеріальні активи підприємства, зовнішнє та внутрішнє середовище, в якому функціонує підприємство. Однією з проблем, характерних для цих операцій, є складність отримання інформації, що необхідна для проведення оцінки. Багато даних можуть бути віднесені до комерційної таємниці, що унеможливує їх вільне використання для цілей оцінки.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Хоменко О. Украинский рынок M&A: итоги 2016 года // URL: https://uifuture.org/ru/comment/ukrainskij-rynok-ma-itogi-2016-goda-ukr_35
2. Дейнека Ю.П. Злиття та поглинання: українські реалії. URL: http://vlp.com.ua/files/11_24.pdf
3. Сотніков А.В. Основні підходи та методи оцінки вартості підприємств // Вісник НТУ «ХПІ». 2015 № 61 (1170) С. 70–73. URL: [https:// repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/21666/1/vestnik_KhPI_2015_61_Sotnikov_Osnovni_pidkhody.pdf](https://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/21666/1/vestnik_KhPI_2015_61_Sotnikov_Osnovni_pidkhody.pdf)
4. Брезіцька О.В. Управління вартістю: фактори формування вартості підприємства / О.В. Брезіцька // Проблеми підвищення ефективності інфраструктури (економічні науки). Збірник наукових праць. 2011. № 31. URL: <http://jrn1.nau.edu.ua/index.php/PPEI/article/view/36ан46/335>
5. Скалозуб Л., Горбатюк Л. Безпека операцій зі злиття та поглинання банків // Л. Скалозуб // Вісник КНТЕУ 2014р. № 3 С. 48–62.
6. Дев'ять з 10-ти операцій злиття та поглинань не досягають намічених результатів. URL: [https:// http://www.management.com.ua/news/?id=904](https://http://www.management.com.ua/news/?id=904)