

УДК 338.240.314

Стасик О. О.,

аспірант Тернопільського національного економічного університету

ПРИНЦИПИ ЕФЕКТИВНОСТІ ЗЛИТТІВ І ПОГЛИНАНЬ КОРОПОРАТИВНИХ СТРУКТУР В УКРАЇНІ

Аналізується процес злиття і поглинання корпоративних структур з наведенням принципів їх ефективності. Діагностуються чинники успішної процедури злиття чи поглинання та розглядаються методи оцінки синергічного ефекту та його параметри.

Ключові слова: злиття, поглинання, бенчмаркінг, інтеграція, синергічний ефект, методи аналізу, принципи ефективності M&A.

Анализируется процесс слияния и поглощения корпоративных структур с указанием принципов их эффективности. Диагностируются факторы успешной процедуры слияния или поглощения и рассматриваются методы оценки синергического эффекта, а также его параметры.

Ключевые слова: слияния, поглощения, бенчмаркинг, интеграция, синергический эффект, методы анализа, принципы эффективности M & A.

Analyzes the process mergers and acquisitions of corporate organizational structures indicating how efficiency. Diagnosed factors of successful mergers or acquisitions and considered valuation methods synergistic effect and its parameters.

Keywords: mergers, acquisitions, benchmarking, integration, synergy, methods of analysis, principles of efficiency M & A.

Постановка проблеми. Економія, гнучкість і маневреність, ці основні засади розвитку великих компаній у 80-ті роки, доповнилися у другій половині 90-х посиленою орієнтацією на експансію і зростання. Великі компанії завжди прагнуть знаходити додаткові джерела розширення своєї діяльності, серед яких одним із популярних є злиття і поглинання (M&A) компаній. Сьогодні загострення конкуренції у найрізноманітніших секторах економіки на рівні світових ринків, на ринках країн та регіональних ринках тільки посилює інтеграційні процеси. Посилення конкуренції підштовхує компанії до укрупнення. На початку світової економічної кризи активність на ринку угод злиття та поглинання не знизилась, а навпаки – розпочалася нова хвиля перерозподілу власності у всіх сферах народного господарства. Тому тема ефективності угод M&A залишається актуальною та активно розвивається в наукових і бізнес-колах. Проте остання економічна криза суттєво змінила економічну ситуацію у світі, що зумовило доцільність перегляду старих підходів до оцінки ефективності таких трансакцій.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питання визначення сутності понять "злиття", "поглинання", їх складових та ефективності на різних ринках не є новими у фінансовій теорії. Вони добре розглянуті у світовій теоретичній, практичній науці та представлені працями таких вчених, як: І. Ансофф, А. Патрік Гохан, Д. Депафеліс, Ф. Рід, Р. Стенлі Фостер, Л. Сіроуер, Дж. Стіглер та інші. У вітчизняній науковій думці питанням процесів злиття та поглинання корпорацій присвячено праці таких вчених: В. М. Гейця, М. Р. Гулідова, С. М. Іщенко, Р. В. Мельникова, О. Е. Молотнікова, О. І. Тивончука та інших. Проте сучасні глобалізаційні процеси призводять до інтенсифікації економічних процесів та зміни не тільки самих ринків, а й основ їх функціонування, що виявляє недостатність вузько спрямованих поглядів науковців на ці проблеми і потребує такої ж інтенсифікації та масштабів сучасних наукових досліджень у цій галузі.

Мета і завдання дослідження. Дослідити основні складові ефективності злиттів і поглинань корпоративних структур в Україні, проаналізувати зарубіжну практику M&A та виділити основні методи аналізу та параметри оцінки ефекту синергії в інтеграційних процесах.

Вклад основного матеріалу. Приймаючи рішення про придбання контрольного пакету акцій компанії-мети, покупцю необхідно здійснити попередню оцінку ефективності злиття чи поглинання. Залежно від мети придбання компанії-цілі аналізується її фінансово-господарський стан, частка на ринку, конкурентоспроможність та майбутній синергічний ефект. У зарубіжній практиці за оцінку та підготування висновків щодо фінансового "здоров'я" мети злиття чи поглинання зазвичай відповідає третя сторона – аудиторська компанія з належною репутацією та досвідом. Від неупередженості та об'єктивності її висновків залежатимуть подальші очікування щодо ефективності угоди з придбання (злиття чи поглинання) компанії-цілі.

Злиття і поглинання є достатньо швидкою та ефективною стратегією розвитку бізнесу, вони дозволяють інвесторам дуже вигідно вкладати кошти в ці операції, особливо в Україні та Російській Федерації де ринки M&A знаходяться на етапі становлення [1]. Проте потрібно підкреслити, що існують деякі негативні особливості такої інтеграції для України та її фінансово-господарського сектора, зокрема:

- необхідний більш чіткий контроль за цими видами операцій, щоб не допустити скуповування вітчизняних суб'єктів господарювання;
- необхідно змінити відповідним чином законодавство, щоб дати можливість ефективним власникам захистити свій бізнес;
- необхідний більш ретельний контроль за трансграничним злиттям і поглинанням, що ініціюються зарубіжними компаніями, у зв'язку з можливістю їх негативного впливу на економіку країни [6].

Аналізуючи зарубіжну практику M&A та успішні угоди в цій сфері, ми відзначили низку складових їх ефективності. Для того, щоб злиття чи поглинання було успішним, необхідно реалізувати десять основних принципів їх проведення. Звичайно, їх дотримання ще не гарантує стовідсоткову гарантію успіху, але шанси на своєчасне й більш чи менш успішне завершення інтеграції значно підвищуються [3]. Отже, ці принципи зводяться до того, що необхідно:

1. Провести всебічне обстеження компанії-мети, що поглинається, приділяючи особливу увагу фінансовій діяльності та людському капіталу. Саме на цьому етапі виникають ризики переоцінки вартості угоди, пов'язанні із не володінням всією інформацією про реальний стан об'єкта придбання. Відповідно, така угода не забезпечить запланований рівень ефективності. Тому потрібно одночасно із використанням кількісного методу оцінки, який ґрунтується на економічних показниках, значну увагу приділяти і якісному методу. І хоч цей метод хвибує на суб'єктивність через відсутність чітких алгоритмів та параметрів, однак саме він може стати джерелом отримання інформації про негативні зміни у внутрішньому та зовнішньому середовищі організації та сприятиме прийняттю адекватних управлінських та фінансових рішень [4, с. 29].

Тому всебічне обстеження компанії-цілі – це абсолютно необхідна передумова успішних переговорів, підписання та реалізації угоди і подальшої інтеграції. Більшість компаній проводить глибокий і всебічний аналіз фінансових аспектів діяльності компанії-мети, але при цьому не надають належної уваги проблемам людського капіталу та корпоративної культури, а саме – всебічне обстеження у сфері людського капіталу дозволяє виявити спільність і відмінності в поглядах з таких питань, як: стиль управління, система комунікацій, навчання й перепідготовка персоналу, а також цілі та особливості виробництва тощо [2].

2. Визначити необхідний чи бажаний ступінь інтеграції, необхідно прийняти обґрунтоване рішення щодо того, якою буде інтеграція: повною або частковою (чи вибірковою). Визначеність з цими питаннями дозволяє оцінити основні напрями інтеграції та обсяг майбутньої роботи, бо повна інтеграція бізнес-процесів, людського капіталу, каналів збуту, інформаційних та інших систем вимагає набагато більше часу й зусиль, ніж вибіркова (наприклад, тільки каналів збуту або процедур закупівлі) [5, с. 133].

3. Ухвалити основні рішення швидко, адже це один із чинників успіху інтеграційних заходів, оскільки не тільки прискорює їх проведення, але й дозволяє співробітникам зосередитись на проблемах, пов'язаних з поточною діяльністю, на відносинах з покупцями і досягненні запланованих результатів. Швидке ухвалення рішень з оплати праці, пільг і компенсацій, кадрові призначення, працевлаштування, підзвітності позбавляє людей невизначеності й невпевненості та дає можливість повністю присвятити себе роботі.

4. Економічно зацікавити та привернути на свій бік топ-менеджерів компанії-цілі. Тобто потрібно розв'язати суперечності, часто властиву топ-менеджерам, які можуть вміло розподіляти завдання й відповідальність за їх виконання між своїми підлеглими, але при цьому абсолютно неадекватно розуміють свої завдання й відповідальність в інтеграційних процесах. Топ-менеджери не повинні делегувати будь-кому право ухвалювати рішення з питань, що вимагають значних капіталовкладень, або таких, що не піддаються вирішенню на низьких рівнях організаційної ієрархії. Крім того, вже доведено, що найефективніший інструмент інтеграції – особисті зустрічі топ-менеджерів з лінійними керівниками та рядовими працівниками. Це дає співробітникам можливість поставити питання, які їх хвилюють, і негайно почути відповіді, отримати інформацію з компетентних джерел, а топ-менеджерам – знайомитися з настроями в колективі, вислуховувати цінні пропозиції й міркування [8].

5. Чітко визначений підхід до злиття або поглинання дає основу для встановлення їх мети і термінів, оцінки очікуваних результатів і етапів їх досягнення, каналів комунікацій. Він дозволяє швидко ухвалювати рішення, а також слугує єдиною методичною основою для розробки планів заходів щодо всіх напрямів інтеграції. Якщо ж загального підходу немає, то кожний підрозділ компанії діятиме автономно, за власним графіком, одержуючи дуже різні щодо змісту та якості результати.

6. Призначити менеджером з інтеграції досвідченого співробітника, який користується загальною пошаною, та сформувати його команду. Адже без цього неможливо вчасно та якісно виконати величезну роботу з об'єднання бізнес-процесів, систем, персоналу. Менеджер з інтеграції повинен мати досвід управління проектами, широке бачення перспектив і можливостей бізнесу компанії в цілому, а також уміти спілкуватися з людьми [8]. Успіх або провал інтеграції значною мірою залежать від вдалого вибору кандидата на цю посаду, бо у сферу його компетенції входять: контроль ухвалень управлінських рішень з інтеграції, своєчасне ви-

конання окремих заходів і етапів, досягнення запланованих результатів, грамотна і вичерпна звітність. Тому треба дуже відповідально поставитися до аналізу характеристик і особових якостей менеджера з інтеграції при ухваленні рішення про його призначення.

7. Формування проектних груп і призначення їх керівників, що забезпечують процес інтеграції виконавчим апаратом. Необхідно усвідомлювати, що роботою над проектом інтеграції компаній не можна займатися за сумісництвом. Тому членам проектних груп, а особливо їх керівникам, доведеться на якийсь час передати свої постійні обов'язки іншим співробітникам і повністю присвятити себе цій роботі. Відступ від цього правила призводить, як правило, до великих збитків, а то й до зриву реалізації проекту [3].

8. Широко використовувати прогресивний досвід проведення інтеграцій, бенчмаркінг, адже це вміння вчитися на помилках інших і прекрасний засіб уникнути власних. При цьому використання передового досвіду інших компаній або інших проектів допоможе скоротити терміни та підвищити якість реалізації свого проекту.

9. Встановлення обгрунтованої та кількісно вимірної мети дозволяє персоналу отримати чітке уявлення про те, чого прагне компанія, в які терміни можна досягти запланованих результатів. Оцінка цільового синергічного ефекту, термінів завершення окремих етапів інтеграції, конкретних результатів після закінчення кожного етапу і контрольні дати необхідні для раціональної організації інтеграційного процесу [4, с. 32].

10. Надати першочергову увагу комунікаціям та інформуванню персоналу, налагодити зворотний зв'язок з персоналом компаній, що знаходяться в процесі інтеграції. Адже для забезпечення ефективності необхідний постійний притік інформації про події, що відбуваються, потрібна можливість бути почутим. Налагоджена система інформування колективу запобігає розповсюдженню чуток і дозволяє кожному працівникові стежити за перебігом інтеграційних процесів. Водночас зворотний зв'язок допомагає топ-менеджерам виявляти потенційні проблеми й корегувати первинні плани дій. Налагоджена система інформування та ефективний зворотний зв'язок сприяють успішному функціонуванню інтеграційного механізму.

Також важливим, на нашу думку, чинником у визначенні ефективності майбутньої угоди є час. Це означає, що, здійснюючи "інтервенцію", інвестор вже повинен мати чіткий план розвитку "поглинутої" структури на певний термін. Проводячи аналіз практики, ми простежуємо два сценарії:

- тактичний – придбання з метою збільшення ринкової вартості компанії-цілі та її "перепродаж" на піку ціни;
- стратегічний – довгострокове перебування на ринку з поступовим нарощуванням ринкової вартості [6].

У кожному випадку критерії оцінки ефективності здійсненої угоди матимуть свої особливості. Важливим, як на думку багатьох зарубіжних, так і українських учених, параметром у визначенні ефективності угоди із злиття та поглинання є оцінка ефекту синергії, який умовно відображається виразом $1+1=3$ [7, с. 37]. Незалежно від того, який економічний показник взято за основу обрахунків, їх зміст полягає в порівнянні значень для обох учасників угоди до здійснення злиття чи поглинання та сумарним значенням після, з урахуванням витрат пов'язаних з цією угодою. Ефект синергії має місце, коли вибрані показники демонструють позитивну динаміку, тобто в кінцевому підсумку ринкова вартість компанії, утвореної в результаті злиття або поглинання, перевищує суму вартостей її складових частин, узятих окремо [3].

В оцінках ефекту синергії у світовій практиці використовують такі ж підходи, як і для оцінки вартості бізнесу: дохідний метод (метод капіталізації прибутку, метод надлишкового прибутку, метод дисконтування грошових потоків), порівняльний метод (метод ринку капіталу, метод угод, метод галузевих коефіцієнтів) та витратний метод (метод чистих активів, метод ліквідаційної вартості). Кожний із трьох підходів відкриває нам різні перспективи. Хоча ці підходи ґрунтуються на даних, що були зібрані на одному й тому ж ринку чи в компанії, кожен підхід має справу з різними аспектами об'єктів аналізу. За досконалих умов на ринку чи в компанії всі три методи повинні привести до однієї величини вартості, проте більшість ринків недосконалі, як і компанії, що діють на них [7, с. 38–39]. Тому кожен з методів даватиме різні показники вартості, що зумовлює необхідність використання декількох методів для отримання середньозваженої величини очікуваної синергії. Так ефективність злиттів і поглинань залежать від багатьох чинників, принципів та підходів. Ефект синергії як головний з мотивів інтеграційних процесів потребує не тільки математичного підходу до його оцінки. Тому для більш досконалої оцінки цього ефекту ми пропонуємо враховувати такі ключові параметри, як розмір, вірогідність та час отримання вигід від інтеграції. Найбільш чітко ці параметри трактуються Д. Евансом та Дж. Бішопом:

- Розмір вигоди від синергічного ефекту. Вартість синергії повинна бути кількісно виражена в прогнозі чистих грошових потоків. При цьому кожен з компонентів має бути підданий суворій критиці.
- Вірогідність досягнення ефекту синергії. Різні вигоди, що з'являються при об'єднанні компаній, мають різну вірогідність, тому менеджери компанії-покупця повинні враховувати це при оцінці вигід.
- Час отримання вигід. У той час як поглинання здійснюється одним разом, вигода від нього може залишатися впродовж всього періоду прогнозування (декілька років). Вартість поглинання та успіх тут критично пов'язані з досягненням збільшених грошових потоків згідно з прогнозним календарним планом [8].

Висновки. Підсумовуючи все вищезазначене, необхідно підкреслити, що:

Важливим вихідним моментом в оцінці ефективності угоди із злиття чи поглинання є співвідношення планів та цілей, які ставив перед собою інвестор (компанія-покупець), здійснюючи капіталовкладення, до реальних результатів. При здійсненні інтеграції потрібно враховувати всю складність цього процесу та враховувати всі складові об'єднання компаній.

Аналіз зарубіжної практики злиттів і поглинань дозволив виокремити десять принципів, яких необхідно дотримуватися при проведенні таких угод в Україні. Також, окрім вищезазначених принципів, потрібно враховувати низку чинників, які можна звести до трьох головних параметрів: розмір вигоди від синергічного ефекту, вірогідність його досягнення та час отримання цього ефекту. Ці три складові при їх ретельному аналізі відповідають на запитання актуальності злиття чи поглинання.

Очікуваний ефект синергії не настає від самого факту здійснення трансакції купівлі-продажу компанії-цілі. Всебічна об'єктивна оцінка вартості об'єкта придбання, врахування можливих ризиків, наявність чіткого плану розвитку новоутвореної установи, гнучке управління організаційними змінами та своєчасне внесення коректив – невід'ємні складові успішного процесу M&A та його високої ефективності.

Література:

1. Величко М. В. Українські агрохолдинги потрібні іноземцям // Новини & Аналітика: по матеріалам UCAB Association Ukrainian Agribusiness Club [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.cisp.org.ua/cisp/news.nsf/M_and_A-INTERSOFT/16657-55.
2. Макаренко М. А. Крупнейшие сделки на рынке слияний и поглощений Украины [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rating.rbc.ru/article.shtml-2011/11/16/333528>.
3. Перланова Н. М. Ринок злиттів і поглинань в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.investfunds.ua/news/rynok-MA-v-ukr.pdf.
4. Семенченко Н. В. Математичне моделювання процедури злиття й поглинання підприємств // Економіка та держава. – 2011. – № 6. – С. 28–33.
5. Стенлі Ф. Р. Мистецтво злиттів і поглинань // Ф. Р. Стенлі, Р. Л. Олександра ; пер. з англ. – К. : “Академвидав”, 2010. – 957 с.
6. Степаненко Б. В. Міжнародні злиття та поглинання корпорацій та їх ефективність [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekonomist/2010/12_16.pdf.
7. Ткачук Н. М. Синергічний ефект в операціях злиття і поглинання корпоративних структур: особливості оцінки та визначення // Вісник НБУ. – 2010. – № 2. – С. 36–40.
8. Юджин Ф. Б. Глобализационные процессы или масштабная кампания слияний и поглощений [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sias.ru/upload/iblock/db/eyzdse-nmsin.pdf>.