

УДК 360.112

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ПІДХОДИ І ІНСТРУМЕНТАЛЬНІ МЕТОДИ ОЦІНКИ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ СУБ'ЄКТІВ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ

Македон Вячеслав Владиславович, доцент кафедри економіки промисловості та організації виробництва, к.е.н, доцент, Державний вищий навчальний заклад «Український державний хіміко-технологічний університет» м. Дніпропетровськ

Makedon Vyacheslav, Associate Professor, department of industrial economy and management engineering, Ph.D., Associate Professor, State Higher Educational Establishment «Ukrainian State University of Chemical Technology», Dnipropetrovsk

Makedon V. Conceptual approaches and instrumental methods of estimation of mergers processes and acquisitions by subjects of financial sector of economy.

The pressing question of research of effective approaches and methods of estimation of confluence processes and absorptions financial entities is considered in the article. Within the framework of research cost approach that must be based on the calculation of market value of company during realization of transaction on confluence or absorption is separately distinguished. It is well-proven that the formation of synergistical effect arises, when market capitalization of financial sector entity exceeds the sum of market capitalizations of its participants in comparison with previous capitalizations. Three approaches to the estimation of confluences and absorption of processes - profitable, comparative and expense were distinguished. The analysis showed that the basis of financial approach is the system of aims and tasks, and also indexes that determine the achievement of synergistical effect. Within the limits of financial approach, an increase of net income and net money stream, an increase of profitability of activity and capital assets of financial sector entity are a criterion of efficiency. Certainly, that strategic approach must be based on methodologies quality of estimation of the activity and processes results carried out by market participants. Leading methods must be: the balanced system of indexes, cost corporate accounting and matrix analysis. It is proved that the application of these methods forms the choice order of optimal variant that provides a maximum synergistical effect.

Македон В.В. Концептуальні підходи і інструментальні методи оцінки процесів злиттів та поглинань суб'єктів фінансового сектора економіки.

В статті розглянуто актуальне питання дослідження ефективних підходів та методів оцінки процесів злиття і поглинань суб'єктів фінансового сектора. В рамках дослідження окремо виділено вартісний підхід який має базуватися на розрахунку ринкової вартості компанії – при проведенні угоди по злиття або поглинання. Доведено, що утворення синергетичного ефекту виникає саме тоді, коли ринкова капіталізація суб'єкта фінансового сектора перевищує суму ринкових капіталізацій учасників, які її утворюють, у порівнянні з капіталізаціями до об'єднання. Було виділено три підходи до оцінки процесів злиттів та поглинань: прибутковий, порівняльний і витратний. Аналіз показав, що основою фінансового підходу є система цілей і завдань, а також показників, що визначають досягнення синергетичного ефекту. У межах фінансового підходу, критерієм ефективності виступає зростання чистого прибутку і чистого грошового потоку, збільшення рентабельності діяльності і власного капіталу суб'єкта фінансового сектора. Визначено, що стратегічний підхід повинен базуватися на якісних методиках оцінки результатів діяльності і процесів, здійснюваних учасниками ринку. Провідними методами мають бути: збалансована система показників, вартісна корпоративна звітність і матричний аналіз. Доведено, що застосування цих методів формує порядок вибору оптимального варіанта, що забезпечує максимальний синергетичний ефект.

Македон В.В. Концептуальные подходы и инструментальные методы оценки процессов слияний и поглощений субъектов финансового сектора экономики.

В статье рассмотрен актуальный вопрос исследования эффективных подходов и методов оценки процессов слияния и поглощений субъектов финансового сектора. В рамках исследования отдельно выделен стоимостный подход который должен базироваться на расчете рыночной стоимости компании - при реализации сделки по слиянию или поглощению. Доказано, что образование синергического эффекта возникает именно тогда, когда рыночная капитализация

субъекта финансового сектора превышает сумму рыночных капитализаций участников, которые ее образуют, в сравнении с капитализациями до объединения. Были выделены три подхода к оценке процессов слияний и поглощений: прибыльный, сравнительный и расходный. Анализ показал, что основой финансового подхода является система целей и заданий, а также показателей, которые определяют достижение синергического эффекта. В пределах финансового подхода, в качестве критерия эффективности выступает рост чистой прибыли и чистого денежного потока, увеличения рентабельности деятельности и собственного капитала субъекта финансового сектора. Определенно, что стратегический подход должен базироваться на качественных методиках оценки результатов деятельности и процессов, осуществляемых участниками рынка. Ведущими методами должны быть: сбалансированная система показателей, стоимостная корпоративная отчетность и матричный анализ. Доказано, что применение этих методов формирует порядок выбора оптимального варианта, который обеспечивает максимальный синергический эффект.

Постановка проблеми. Упродовж двадцятого століття питання використання корпоративних угод злиття і поглинань в різних галузях національної економіки, а так само способів і джерел їх фінансування викликали активний науковий і громадський інтерес. Багато фінансистів бачать в цьому один з важливих проявів глобалізації в середовищі корпоративного менеджменту і національних фінансів. Одним з ключових питань, що виникають при розгляді інтеграційних процесів корпоративного формоутворення в сучасній економіці, є аналіз концептуальних підходів до оцінки процесів злиття і поглинань суб'єктів фінансового сектора (СФС).

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Різними авторами були проведені численні дослідження з цього питання, найбільш актуальними можна рахувати наукові роботи: А. Бергера, Р. Бітті, Р. Вінса, М. Гріна, Д. Депамафіліса, В. Джохадзе, Г. Дінза, М. Йенсена, Ф. Крюгера, Р. Томсона, Дж. Уделя.

Мета статті. Метою статті є розробка та обґрунтування прикладних методик і інструментальних методів оцінки ефективності проведення процесів злиттів і поглинань для суб'єктів фінансового сектора економіки.

Результати дослідження. Економічний зміст угод злиттів та поглинань, в середовищі діяльності суб'єктів фінансового сектора (банківських і небанківських установ), можна розглядати як вид корпоративної стратегії і як вид інвестицій. При цьому корпоративним ефектом, на досягнення якого орієнтована угода, являється зростання ринкової капіталізації для публічних суб'єктів фінансового сектора (СФС) і зростання вартості бізнесу для непублічних суб'єктів, ініційовані реалізацією синергетичного ефекту від злиття або поглинання. Автор пропонує виділити наступні підходи до оцінки ефективності інтеграційних процесів:

1. Вартісний підхід. Вартісною підхідом оцінкою добробуту за допомогою ринкової вартості СФС – економічні вигоди від процесів по злиттю або поглинанню (які є синергетичним ефектом (СЕ), він проявляється лише тоді, коли ринкова капіталізація компанії, створеної в результаті угоди перевищує суму ринкових капіталізацій компаній, що утворюють її, до їх об'єднання.

Автор вважає за доцільне ввести категорію економічних витрат. До елементів економічних витрат (ЕВ) слід відносити такі витрати по здійсненню процесу інтеграції, як: робота фахівців, послуги юристів і інвестиційних консультантів, вартість використовуваних фінансових ресурсів, реєстрація і оформлення угоди.

Автор виділяє три підходи до оцінки ринкової вартості - *прибутковий, порівняльний і витратний*. У межах кожного з підходів виділяють декілька вузько-прикладних методів, зважений результат за якими дає певну вартість. Підсумкове значення ринкової вартості визначається як зважений результат підходів.

Прибутковий підхід спирається на методи капіталізації і дисконтування потоків грошових коштів, що визначають вартість об'єкту на основі доходів, які він здатний приносити. Вартість права контролю дорівнює поточній вартості доходів від цього права. У першому методі вартість розраховується як відношення прогнозованого чистого грошового потоку (чистий прибуток скоректований на негрошові витрати, зміни в обігових коштах і позаобігових активах) до відповідного коефіцієнта капіталізації (ставка дисконтування мінус середньорічний темп зміни доходу). Метод використовується, якщо має місце стабільний потік доходів і постійний темп їх зміни [8].

У разі, коли прогнозується, що майбутні операції (доходи) значно відрізняються від поточних, використовують другий метод цього підходу. Схема розрахунків полягає в побудові прогнозу чистого прибутку або чистого грошового потоку на декілька періодів (років) вперед до моменту

стабілізації потоків СФС, на основі методу капіталізації визначається термінальна вартість (вартість об'єкту у післяпрогнозний період), а підсумкова ринкова вартість визначається поточною вартістю прогнозованих доходів і термінальної вартості (відношення до коефіцієнта дисконтування).

Для аналізу питання оцінки в іншому ракурсі і для усунення позначених питань розглянемо методи галузевих коефіцієнтів, ринку капіталів і ринку угод, що є основою *порівняльного підходу*. Передбачається, що вартість об'єкту може бути визначена на основі вартості аналогічних об'єктів на ринку, при цьому, необхідною умовою є наявність достатньої кількості об'єктів-аналогів і достовірних джерел інформації про них. Загальна схема підходу полягає у визначенні найбільш значимих показників об'єкту (наприклад, чистий прибуток, величина активів, виручка), знаходженні схожих за характеристиками (галузь, продукція об'єктів-аналогів, що мають вартість на ринку, і розрахунки для них ідентичних показників. Далі визначаються ринкові мультиплікатори для кожного об'єкту-аналога – відношення вартості об'єкту до його показників: (*мультиплікатор виручки* = *Вартість СФС / Виручка СФС*) [9, с. 234-235].

Метод угод ґрунтується на даних по продажах контрольних пакетів акцій. *Метод галузевих коефіцієнтів* базується на кореляції між вартістю СФС і встановленими фізичними або фінансовими показниками бізнесу. У *межах витратного підходу* виділяють методи ліквідаційної вартості, чистих активів, надмірного прибутку, при цьому, не враховується потенціал СФС (базується тільки на поточному стані).

Використання методу чистих активів використовується для СФС, що мають значні матеріальні активи, і припускає визначення вартості учасника на основі різниці ринкової вартості активів і зобов'язань. Визначивши основні підходи до оцінки ринкової вартості компанії, звернемося до схеми визначення економічного результату (рис. 1.).

Логічним продовженням аналізу виступає кількісна оцінка, при якій визначаються прогнозні природи цілого ряду параметрів, від яких залежить надходження потоків грошових коштів (зростання рентабельності продажів за рахунок зниження витрат – DC; зростання виручки від реалізації – DS; зниження відтоків по податку на прибуток – DT; зниження і оптимізація величини інвестицій в обіговий капітал – DNWC і досягнення економії інвестицій в довгострокові активи – DСарех).

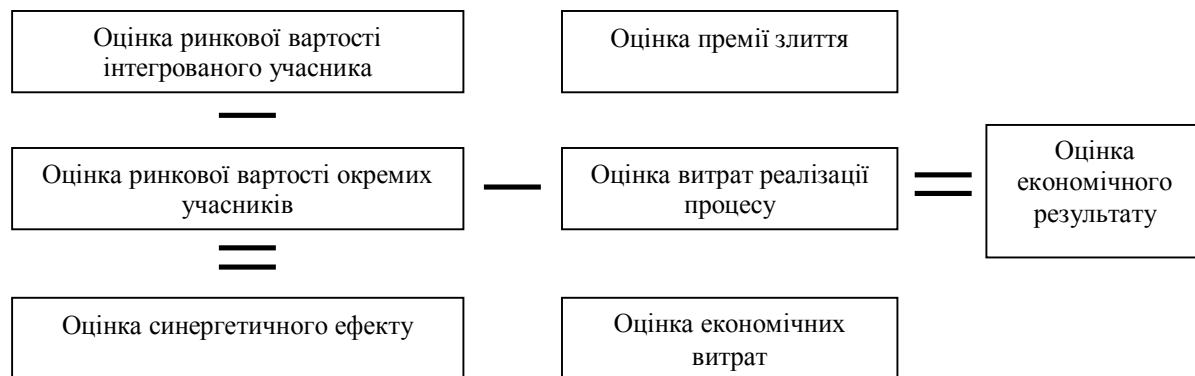


Рис. 1. Схема оцінки економічного результату злиття або поглинання СФС

Зазвичай аналіз доцільності здійснення процесів по злиттю або поглинанню розпочинають з прогнозу майбутніх потоків вільних грошових коштів, на які можуть розраховувати нові власники компанії (*free cash flow to the equity holders – FCFE*) [3, с. 167]. В цьому випадку аналіз інтеграційної угоди складається з наступних етапів (рис. 2.):

1. прогнозування грошового потоку;
2. визначення рівня дисконтної ставки або ціни капіталу для оцінки прогнозованого грошового потоку;
3. оцінка реальної вартості компанії, що придбалася;
4. порівняльний аналіз отриманих даних.

Першим етапом проведення кількісного аналізу доцільності здійснення злиття або поглинання є оцінка зміни в показнику потоку грошових коштів для акціонерів (FCFE). У зв'язку з тим, що синергетичні ефекти повинні носити поновлюваний характер, на другому етапі доцільно здійснити оцінку їх розподілу в часі і визначити, зростають або падають отримувані додаткові вигоди. Оскільки в результаті учасників інтеграційної угоди цікавить сумарний потік вигод, їх

потрібно проаналізувати через призму відповідності потрібної за інвестиційний ризик доходності. Відповідно на третьому етапі кількісного аналізу доцільності інтеграції проводиться оцінка змін чинників ризику і ставки витрат на власний капітал (Re), які також пов'язані з фінансовою синергією[2].

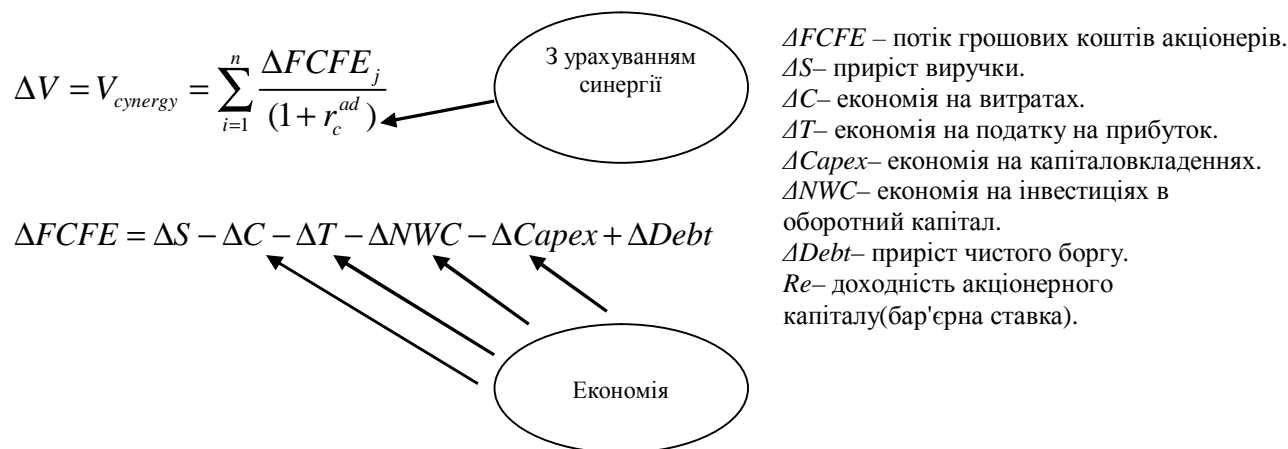


Рис. 2 Оцінка синергії на основі потоку грошових коштів, що дисконтується [1]

Для того, щоб компенсувати витрати на здійснення інтеграційної угоди необхідно досягти різкого зростання доходності капіталу в майбутньому, тобто СФС потрапляє в так звану фінансову «пастку», коли «премія інтеграції» визначає вимоги до економічного прибутку і пропонує менеджменту об'єднаної структури необхідне збільшення доходності власного капіталу упродовж відповідних періодів (табл. 1).

Таблиця 1

Фінансова «пастка» синергії

Премія	Доходність: період 1 рік	Доходність: період 2 роки	Доходність: період 3 роки	Доходність: період 4 роки	Доходність: період 5	Доходність: період 10
0%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
25%	44%	29%	24%	21%	20%	17%
50%	73%	41%	32%	27%	24%	19%
75%	101%	52%	39%	32%	29%	22%

Якщо теоретично припустити, що інтеграційна угода здійснюється без виплати «премії інтеграції», то СФС може задовольнити доходність власного капіталу в 15% в період після завершення об'єднання (у таблиці 10 15% - це витрати на капітал, або бар'ерна планка доходності власного капіталу) [7]. Зі збільшенням «премії інтеграції» зростають вимоги до доходності власного капіталу, величина якої залежать і від тривалості періоду, впродовж якого очікуються результати синергії двох капіталів.

На основі порівняльної оцінки CE і EB отримуємо відповідь про економічну доцільність цього проекту – *економічний результат інтеграції* = $CE-EB$: якщо він є позитивним, то інтеграційна угода економічно обґрунтована і можлива для реалізації [5,6].

II. Фінансовий підхід. Основою фінансового підходу є використання системи поставлених перед СФС фінансових цілей, завдань і показників. Як правило, в якості основних цілей у межах корпоративних фінансів виступає зростання чистого прибутку і чистого грошового потоку, збільшення рентабельності діяльності і власного капіталу та ін.

Останнім часом великого поширення набувають моделі і методики, що включають, разом з кількісним і якісний аналіз бізнесу. Основне призначення систем подібного роду полягає в забезпеченні збору, систематизації і аналізу інформації, необхідної для контролю поточної ситуації і ухвалення стратегічних управлінських рішень [2].

III. Стратегічний підхід. В умовах ринків, що швидко розвиваються, і конкуренції інформація, що описує якісні (нематеріальні) характеристики СФС, набуває все більшого значення. Разом з отриманням прибутку (фінансовий підхід) і підвищенням вартості бізнесу (вартісною підхід), в умовах світової економіки, велике значення набувають цілі придбання і посилення наявних

конкурентних переваг. Лояльність клієнтів, здатність їх утримати, прогресивність технології, професійні кадри – чинники, що впливають на результати діяльності СФС в майбутньому. Пропонується виділити наступні методи, що описують ці показники: збалансована система показників ефективності, вартісна корпоративна звітність і матричний аналіз.

Результатом використання збалансованої системи показників ефективності є розроблена учасниками комплексна програма тактичних цілей процесу інтеграції і показників їх, що оцінюють. Доцільність процесу очевидна, якщо при аналізі поточних можливостей, перспектив досягнення поставлених цілей і можливого прогресу по їх досягненню в результаті інтеграції очевидні позитивні зміни. Збалансована система показників ефективності є особливим засобом контролінгу і ефективним інструментом як поточного, так і довгострокового управління стратегією компанії і її процесів.

Статичним аналогом цього методу є система оцінки діяльності компаній на основі вартісної корпоративної звітності. Для її проведення додатково до стандартних даних фінансової звітності відображаються і нефінансові показники, тим самим пропонується якісне доповнення дескриптивних моделей фінансового підходу [4, с. 145-150].

Авторська систематизація інструментарно-модельних підходів до оцінки ефективності процесів злиттів та поглинань СФС в сучасній економіці наведена в таблиці 2.

В результаті застосування запропонованих підходів і методів до оцінки процесів злиттів та поглинань СФС, можна отримати комплексну систему оцінки процесів інтеграції. В принципі побудови підходів чітко відображається практична частина теоретико-практичної схеми аналізу інтеграційних процесів.

Застосування комплексної системи оцінки дозволяє отримати ефективні варіанти здійснення процесів злиттів та поглинань, серед яких за допомогою етапу перевірки можна вибрати оптимальний варіант, що забезпечує максимальний синергетичний ефект.

Таблиця 2

Систематизація підходів, методів і моделей, які використовуються при оцінці ефективності процесів злиттів і поглинань СФС

Загальні підходи до оцінки	Використовувані методи і моделі у межах підходу	Показники, що враховуються
Вартісний підхід	прибутковий підхід (методи капіталізації і дисконтування потоків грошових коштів); порівняльний підхід (методи ринку капіталу, угод, галузевих коефіцієнтів, ринкових параметрів); витратний підхід (методи ліквідаційної вартості, чистих активів, надмірного прибутку).	ринкова вартість СФС, утвореного в результаті злиття або поглинання; синергетичний ефект; витрати проведення процесу у вигляді премії злиття або поглинання; вартість права контролю; ринкові мультиплікатори галузей; витрати по здійсненню процесу інтеграції.
Фінансовий підхід	дескриптивні моделі (аналітичне представлення звітності, вертикальний і горизонтальний аналіз, система аналітичних коефіцієнтів); предикативні моделі (прогнози фінансові звіти, моделі динамічного і ситуаційного аналізу); нормативні моделі (встановлення нормативів і аналіз відхилень фактичних даних від норми).	частка запасів в обігових активах; темпи зміни виручка за рік; ліквідність і платоспроможність; майнове положення; фінансова стійкість; ділова активність; положення на ринку цінних паперів.
Стратегічний підхід	збалансована система показників ефективності; вартісна корпоративна звітність; матричний аналіз	ринкові індикатори (задоволеність покупців, положення на ринку); внутрішні бізнес-процеси (оптимізація або розширення виробничого процесу); освіта і розвиток (кваліфікація кадрів, інформаційні технології); корпоративна стратегія; якість управління; репутація бренду; соціальна і екологічна політика.

Висновки: В рамках дослідження було встановлено та доведено, що:

1. Вартісний підхід є оцінкою добробуту СФС за допомогою ринкової її вартості – економічні вигоди від процесів злиття або поглинання (які і є синергетичним ефектом) і які виникають лише тоді, коли ринкова капіталізація компанії, створеної в результаті інтеграційної угоди перевищує суму ринкових капіталізацій компаній, що утворюють її, до їх об'єднання. Слід виділяти три підходи до оцінки ринкової вартості: прибутковий, порівняльний і витратний. У межах кожного з підходів виділяються декілька методів, зважений результат за якими дає вартість згідно з цим підходом. Підсумкове значення ринкової вартості визначається як зважений результат підходів.

2. Основою фінансового підходу є система поставлених перед учасниками угоди фінансових цілей і завдань, а також показників, що визначають досягнення цих установок. В якості основних цілей у межах фінансового підходу виступає зростання чистого прибутку і чистого грошового потоку, збільшення рентабельності діяльності і власного капіталу, величина яких є одними з ключових критеріїв оцінки діяльності учасників інтеграційної угоди.

3. При використанні стратегічного підходу застосовуються якісні методи оцінки результатів діяльності і процесів, здійснюваних учасниками ринку. Ключовими методами, які описують нефінансові показники, є: збалансована система показників ефективності, вартісна корпоративна звітність і матричний аналіз.

4. В результаті застосування вказаних підходів і методів до оцінки процесів злиття і поглинань представляється можливим скласти комплексну систему оцінки процесів інтеграції, застосування якої дозволяє отримати ефективні варіанти здійснення процесів злиттів і поглинань. За допомогою перевірки у подальшому є можливим обирати оптимальний варіант реалізації інтеграційної угоди, що буде забезпечувати, у подальшому, максимальний синергетичний ефект.

Список використаних джерел:

1. Винс Ральф. Математика управління капиталом. Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров / Ральф Винс. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 406 с.
2. Джохадзе В.Д. Финансовые аспекты обеспечения стабильности транснациональных корпораций / В.Д. Джохадзе. – М.: «URSS», 2013. – 144 с.
3. Динз Грейм. К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу / Грейм Динз, Фриц Крюгер, Стефан Зайзель; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. – 252 с.
4. Beatty R. Bank merger premiums - Analysis and Evidence / R. Beatty, A. Santomero, M. Smirlock / Monografia. a-3. - New-York: Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, 2007.-482 p.
5. Berger A. Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance / A. Berger, R. DeYoung, H. Genay, G. Udell // Brookings-Wharton Papers on Financial Services.-2000.-№ 3. - PP. 23-158.
6. DePamphilis D. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions / D. DePamphilis. – N.Y.: Academic Press, 2009. – 800 p.
7. Green Milford B. Mergers and Aquisitions: Geographical and Spatial Perspectives / Milford B. Green. – Taylor & Francis Group, 2011. – 234 p.
8. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers / M. Jensen // American Economic Review. – 2006.– №76. – pp. 323-329.
9. Thompson Robert B. Mergers and Acquisitions: Law and Finance / Robert B. Thompson. – Aspen Pub, 2010. – 556 p.

References (BSI):

1. Vince Ralph. Mathematics of Money Management. Methods of risk analysis for traders and portfolio managers / Ralph Vince. - M. : Wiley Publishers, 2011. - 406 p.
2. VD Dzhokhadze Financial aspects of the stability of transnational corporations / VD Dzhokhadze. - M. : «URSS», 2013. - 144 p.
3. Graeme Deans. To win a merge. How to draw industry consolidation to their advantage / Graeme Deans, Fritz Kruger, Stephen Zayzel; Trans. from English. - M. : "Harvard Business Review", 2004. - 252 p.
4. Beatty R. Bank merger premiums - Analysis and Evidence / R. Beatty, A. Santomero, M. Smirlock / Monografia. a-3. - New-York: Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, 2007.-482 p.

5. Berger A. Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance / A. Berger, R. DeYoung, H. Genay, G. Udell // Brookings-Wharton Papers on Financial Services.-2000.-№ 3. - PP. 23-158.

6. DePamphilis D. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions / D. DePamphilis. - N.Y. : Academic Press, 2009. - 800 p.

7. Green Milford B. Mergers and Aquisitions: Geographical and Spatial Perssppectives / Milford B. Green. - Taylor & Francis Group, 2011. - 234 p.

8. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers / M. Jensen // American Economic Review. - 2006.- №76. - Pr. 323-329.

9. Thompson Robert B. Mergers and Acquisitions: Law and Finance / Robert B. Thompson. - Aspen Pub, 2010. - 556 p.

Ключові слова:злиття і поглинання, суб'єкт фінансового сектора, активи, синергія, грошові кошти, збалансована система показників, ринкова вартість, капіталізація, негрошові витрати.

Ключевые слова:слияние и поглощение, субъект финансового сектора, активы, синергия, денежные средства, сбалансированная система показателей, рыночная стоимость, капитализация, неденежные расходы.

Keywords: mergers and acquisitions, subject of financial sector, assets, synergy, monetary resources, balanced system of indexes, market value, capitalization, unmoney charges.

Рецензент: д.е.н., професор Паршина О.А.