

ФІНАНСИ ТА БАНКІВСЬКА СПРАВА

УДК 336.612.22

М.В. КОРНЄЄВ

Українська академія банківської справи НБУ

В.В. МАКЕДОН

ДВНЗ “Український державний хіміко-технологічний університет”

ОЦІНКА ФІНАНСОВОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОЦЕСУ ІНТЕГРАЦІЇ СУБ'ЄКТІВ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА

Мета статті – аналітичне обґрунтування визначення складових фінансової ефективності проведення інтеграційних угод у формі злиттів і поглинань для суб'єктів фінансового сектора економіки. Досліджено доцільність та ефективність використання прибуткового, витратного і порівняльного підходів до оцінки ринкової вартості суб'єктів фінансового сектора, визначено недоліки і переваги, що визначають сферу та можливості їх застосування. Отримано наукові рекомендації щодо фінансового планування інтеграційних угод у формі злиттів, поглинань та додержання закладених показників ефективності інтеграції.

Ключові слова: фінансова ефективність, фінансове планування, злиття і поглинання, прибутковий, витратний та порівняльний підхід, суб'єкт фінансового сектора.

M.V. KORNEYEV

Ukrainian Academy of Banking of the National Bank

V.V. MAKEDON

Ukrainian State University of Chemical Technology

THE ESTIMATION OF INTEGRATION PROCESSES FINANCIAL EFFICIENCY OF FINANCIAL SECTOR ENTITIES

Abstract - The aim of the article is analytical ground of constituents determination of financial efficiency realization of mergers and acquisitions transactions for financial sector entities of economics. It has been investigated the Expediency and efficiency of the use profitable, expense and comparative approaches estimations of market value for financial sector entities, It has been certain defects and advantages that determine the sphere and possibilities of their application. It has been got scientific recommendations of the relatively financial planning of mergers and acquisitions transactions and receipt of the pre-arranged indexes of integration efficiency.

Keywords: financial efficiency, financial planning, mergers and acquisitions, profitable, expense and comparative approach, financial sector entities.

Вступ. Впродовж останніх десятиліть процеси централізації капіталу у фінансовому секторі економіки різко активізувалися та стали значним явищем в економічному житті ряду розвинених країн. Злиття і поглинання як базова форма прояву цього процесу стали відображенням конкурентної боротьби, що загострилася на ринку фінансових послуг за контроль, і важливим чинником формування нової структури фінансового сектора.

В умовах поступової фінансіалізації економічних систем зростає роль інтеграційних процесів, як при створенні нових суб'єктів фінансового сектору (СФС) в результаті злиттів, поглинань, так і для підвищення ефективності тих структур, які вже діють на ринку [4]. Інтеграційні перетворення виступають дієвим та доволі ефективним способом зростання, зміцнення суб'єктів фінансового сектору. Також такі перетворення залишаються базовим інструментом розвитку сучасного бізнесу, надають суб'єктам фінансового сектору окремі можливості швидкого завоювання конкурентних позицій на фінансових, товарних ринках (в рамках національного, міжнародного масштабів).

Постановка проблеми. Використання окремих інтеграційних механізмів для розширення сучасного бізнесу (злиття, поглинання) за рахунок придбання нових СФС призводить до створення стратегічної переваги (завдяки приєднанню, інтеграції нових елементів такого бізнесу), що може бути ефективнішим, ніж внутрішній розвиток таких суб'єктів. Саме тому основний акцент в оцінці інтеграційних перетворень робиться на їх фінансовій ефективності та доступності для певного СФС.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідження ряду аспектів та фінансових складових інтеграційних операцій (злиттів, поглинань) на фінансових, товарних ринках здійснювали такі вчені-економісти, як Д. Ахарон, У. Баффет, І. Гавіус, Т. Галпін, Д. Далтон, Д. Демафіліс, Р. Йосеф, С. Картрайт, Д. Кінг, О. Рогач, Ф. Траутвейн, А. Фолом'єв, М. Хендон, Р. Шонберг. В той же час, ми можемо зауважити, що вектор наукових досліджень направлений більше на управлінське та організаційне забезпечення, та пошук так званої операційної синергії після завершення інтеграційної угоди (злиття, поглинання). Питання ж фінансової ефективності, планування мають другорядний характер. Саме ця причина і визначили мету цього наукового дослідження.

Метою статті є аналітичне обґрунтування визначення складових фінансової ефективності проведення інтеграційних угод в формі злиттів і поглинань для суб'єктів фінансового сектора економіки.

Виклад основного матеріалу. Фінансова ефективність інтеграційних угод у формі злиттів, поглинань для СФС-інвесторів та покращення системи їх фінансових показників визначається не лише приростом вартості об'єданого суб'єкта в ході проведеного злиття (поглинання), але і рівнем фінансових витрат покупця на здійснення угоди (C), до яких відносяться додаткові витрати поглинаючого СФС на об'єднання (цінова премія). У свою чергу, величина C є різницею між величиною сплаченої ціни та ринковою вартістю СФС (як господарської одиниці), що поглинається [1]. Чим більшою є синергія та відповідно менше рівень витрат, тим ефективніше ця інтеграційна угода для поглинаючого СФС:

$$E = \frac{\Delta S}{C} \quad (1)$$

де E – ступінь ефективності угоди;

ΔS – синергетичний ефект;

C – витрати на придбання СФС, що поглинається.

Оскільки різниця між отримуваною синергією та витратами на здійснення угоди складає величину NPV – чистої поточної вартості (чистого дисконтованого доходу):

$$NPV = \Delta S - C, \quad (2)$$

то економічна ефективність інтеграційної угоди (злиття, поглинання) визначається максимумом чистої поточної вартості (чистого дисконтованого доходу) – NPV [1, 2].

Таким чином, поняття «ефективність інтеграційної угоди» припускає не лише підвищення ефективності діяльності об'єданого СФС, а й отримання синергетичного ефекту, ефективне виконання інтеграційних угод (злиттів, поглинань) за параметром фінансові витрати. Якщо $NPV > 0$, то угода вважається ефективною. Відповідно, в ході інтеграційної угоди (злиття, поглинання) покращуються фінансові показники [2, с. 167–170].

Для того, щоб сформулювати можливості збільшення ефективності від інтеграційної угоди (від злиттів, поглинань), слід, передусім, визначити ключові (рамкові) чинники, що впливають на усі складові такої ефективності. Почати доцільно з чинників які впливають на величину ΔS – синергетичного ефекту, оскільки саме цей показник є базовим та задає величину результуючої ефективності від інтеграційних угод (злиттів, поглинань). Одним з основних чинників, що впливає на величину синергетичного ефекту (ΔS), є взаємодоповнення конкурентних переваг та активів СФС, що об'єднуються. Чим більшим є рівень цієї взаємодоповнюваності, тим більшим буде синергетичний ефект. «Якщо в діяльності певного СФС існують недоліки та існує чітке (певне) розуміння їхніх причин, то цей суб'єкт може компенсувати їх за рахунок придбання на ринку взаємодоповнюючих конкурентних переваг [9].

Від чинника «правильного вибору суб'єкта-мети» залежить величина синергетичного ефекту і, отже, ефективність діяльності об'єданого СФС, кінцева фінансова ефективність інтеграційної угоди (злиття, поглинання). Перш ніж почати будь-яке злиття або поглинання, необхідно відповісти на питання, в чому сильні та слабкі сторони СФС, що об'єднуються, і які взаємні вигоди вони можуть дати в результаті такої інтеграції [1, 2, 4].

Припустимо, що деякий СФС, працює у сфері страхових ринків, має рентабельність діяльності нижчу, ніж середня у секторі. В результаті проведеного аналізу з'ясується, що головною причиною цього є низький рівень надання страхових послуг, як обсягу реалізації фінансової продукції по відношенню до вартості основних фондів суб'єкта (якщо такий рівень неприпустимо низький, то це занижує величину доходу та прибутку СФС). У свою чергу, причиною низького рівня продажів є наявність на цьому ж фінансовому ринку іншого СФС, що надає такі ж послуги, має визнаний бренд, але має низьку фінансову ефективність, в силу істотного морального та фінансового зносу технологій, нематеріальних активів та устаткування [7]. Поглинаючи цього СФС та отримуючи на цій основі нові сегменти для надання фінансових послуг, об'єднаний СФС істотно підвищить ефективність своєї діяльності за рахунок перенесення основних обсягів діяльності на нові сегменти ринку та проводячи поступове згортання попередньої діяльності на фінансовому ринку. При цьому покупна ціна СФС-мети, швидше за все, буде невисокою, оскільки очевидно, що її майбутні грошові потоки невеликі (через низьку ринкову ефективність), а залишкова вартість активів (які звісно ж, враховується при визначенні продажної ціни) є мінімальною. Неefективна діяльність СФС, що поглинається, витіснятиметься після злиття більш досконаліми фінансовими продуктами та методами ринкової роботи нового СФС, що має значні резерви підвищення обсягу надання послуг, але також на даному етапі має нестачу ринків збуту та нішових груп фінансових послуг. Підбираючи СФС-мету з високим рівнем взаємодоповнення конкурентних переваг, можна, за інших рівних умов, істотно підвищити результуючу фінансову ефективність інтеграційної угоди (у формі злиття, поглинання). Справедливість такого підходу підтверджують численні емпіричні дослідження [7]. Зокрема, фахівці консалтингової фірми «McKinsey», проаналізувавши близько 500 найбільших інтеграційних угод (злиттів, поглинань) суб'єктів фінансового сектору (у масштабі світової економіки), дійшли висновку, що ті СФС-покупці, які віддавали перевагу ретельному вибору і розрахунку фінансової синергії СФС-мети, понад усе досягли успіху в максимізації фінансового ефекту від інтеграційних угод (злиттів, поглинань) [10].

На величину отримуваного синергетичного ефекту може також впливати такий чинник як початковий рівень ефективності СФС, що поглинається. Злиття може відбуватися з «правильним» СФС-

метою, але поточна ефективність цього суб'єкта може виявитися з різних причин заниженою (наприклад, через неякісний менеджмент), що безпосередньо впливає на кінцеву ефективність об'єднаного СФС та самої інтеграційної угоди (у формі злиття, поглинання). Сюди слід віднести також «навантаженість» боргами СФС, що поглинається. На практиці часто так і буває: недостатньо висока ефективність СФС, що поглинається, або висока його кредиторська заборгованість, занижують ринковий курс його акцій, робить цього суб'єкта привабливою інвестицією (після здійснення інтеграційної угоди вартість акцій такого СФС може різко зрости). Крім того, у фінансово слабкого СФС майже завжди вищою є мотивація до здійснення корпоративної інтеграції. Як видно з формул (1) та (2) іншим найважливішим чинником, який впливає на кінцеву економічну ефективність інтеграційних угод (окрім величини синергетичного ефекту ΔS), є рівень додаткових фінансових витрат на здійснення угоди – C . Оскільки величина C визначається як різниця між сплаченою ціною угоди та реальною вартістю СФС, що поглинається, то зрозуміло, що ефективність інтеграційної угоди (злиття, поглинання) безпосередньо визначається точністю оцінки вартості СФС, що купується. Разом з визначенням величини синергетичного ефекту, це є іншим фундаментальним завданням аналізу фінансової ефективності інтеграційних угод (у формах злиття, поглинання) [1, 2].

Досить репрезентативною та доволі об'єктивною величиною вартості для публічних СФС є показник їхньої ринкової капіталізації. Але, по-перше, акції далеко не усіх СФС, які проходять реорганізацію, котируються на ринку, що особливо відноситься до національної економіки України, де на фондовому ринку котирується тільки невелика частина акцій суб'єктів, як правило, монополістів своїх ринків. По-друге, завжди існує необхідність перевірити ринкову оцінку вартості СФС, що поглинається, розрахунковими методами її визначення. Як відомо, для оцінки ринкової вартості СФС, що купується, використовується три основні підходи: прибутковий (дисконтовані грошові потоки), витратний (майновий) та порівняльний. Кожен з цих підходів має властиві недоліки, переваги, що визначають сферу та можливості їх застосування. У таблиці 1 наведемо їх стосовно оцінки вартості сучасних СФС [3, 12].

Таблиця 1

Переваги та недоліки різних підходів до оцінки вартості СФС [3, 12]

№ з/п	Підхід	Переваги	Недоліки
1.	Прибутковий	– враховує досягнуті, майбутні очікування; – враховує дисконт ринковий; – враховує передбачувані фінансово-економічні та інші ризики.	– носить ймовірнісний характер
2.	Витратний	– базується на реально існуючих активах (це, як правило, знижує імовірнісний характер оцінки вартості СФС); – придатний для оцінки знов створених (нових) СФС (у більшій мірі ніж прибутковий та порівняльний підходи).	– не враховуються нематеріальні активи; – враховує тільки поточне положення СФС на ринку; – не враховуються стратегічні (тактичні) перспективи розвитку СФС
3.	Порівняльний	– заснований повністю на ринкових засадах (ринковий підхід); – показує досягнуті результати діяльності СФС; – відтворює реальну ситуацію на ринку (у рамках конкретного етапу розвитку СФС).	– не враховує майбутні очікування (у порівнянні з прибутковим підходом); – має окремі труднощі в знаходженні СФС-аналога на ринку.

У межах прибуткового підходу основним методом визначення вартості СФС є метод дисконтованих грошових потоків, оскільки, як вже сказано, в розрахунку грошового потоку відображаються практично усі чинники, що впливають на діяльність СФС, включаючи наявність боргових зобов'язань. Метою розрахункової оцінки вартості СФС, що поглинається, доволі часто є визначення ринкової вартості однієї його звичайної акції, певною номінальною вартістю, у складі 100% пакету акцій цього СФС. Говорячи інакше, визначається ринкова вартість (капіталізація) акціонерного капіталу [2, 5, 8].

В якості початкових інформаційних джерел (інформаційна база) для проведення оцінки вартості СФС використовуються дані бухгалтерської та статистичної звітності, фінансова документація, плани розвитку оцінюваного СФС за певний період, зокрема, показники чистого прибутку за розрахунковий період, величина амортизації тощо [5, с. 108].

Покажемо на конкретному прикладі розрахунок поточної вартості СФС за прибутковим підходом. В результаті аналізу поточної фінансової звітності та планів розвитку СФС встановлено, що його чистий прибуток та амортизаційні відрахування, а також приріст власних обігових коштів в період, що розраховується, складуть величини, зведені в таблицю 2 [6, 8].

Схема розрахунку вартості суб'єкта фінансового сектора (прибутковий підхід) [6, 8]

Показники	Роки						
	1	2	3	4	5	6	7
Чистий прибуток	П1	П2	П3	П4	П5	П6	П7
Амортизація	-	А	А	А	А	А	А
Приріст оборотних коштів		ПОК2	ПОК3	ПОК4	ПОК5	ПОК6	ПОК7
Грошовий потік	-	ГП2	ГП3	ГП4	ГП5	ГП6	ГП7
Поточна вартість грошового потоку		ВГП2	ВГП3	ВГП4	ВГП5	ВГП6	ВГП7
Вартість СФС	X (сума даних останнього рядка)						

У цій же таблиці вказані розрахункові величини грошового потоку (чистий прибуток + амортизація – приріст власних обігових коштів) та приведеної (поточної) вартості (грошовий потік x на коефіцієнт дисконтування). Тоді ринкова вартість СФС (C) дорівнює сумі поточних чистих вартостей, отриманих в результаті дисконтування сум чистих грошових потоків за прийнятою ставкою доходності. Як видно з наведеного прикладу, ринкова вартість СФС, що поглинається, яка задає, в даному випадку, рівень фінансової ефективності інтеграційної угоди (у формі злиття, поглинання), залежить від таких змінних чинників як рівень продажів послуг на фінансовому ринку, їх «навантаженість» боргами, стан ринку на момент здійснення угоди та облікових ставок на ньому (вплив на коефіцієнт дисконтування), ряду інших визначальних чинників ефективності ринкової діяльності. Низька ефективність діяльності СФС, що поглинається, також здатна впливати на його вартість. Низькі фінансові показники діяльності СФС, що поглинається, занижують його продажну вартість [6, 8].

Значний іноземний досвід оцінки вартості суб'єктів показує, що при визначенні середньозваженої вартості СФС перевага віддається, в першу чергу, прибутковому підходу і, відповідно, його методам, потім порівняльному, а найменша питома вага привласнюється витратному підходу. У ринкових економічних системах при оцінці великих (середніх) СФС цей підхід застосовується у 80–90% випадках [11, с. 8]. Вітчизняні оцінювачі вартості суб'єктів бізнесу (у тому числі СФС), як правило, використовують прибутковий та майновий підходи, оскільки статистична база для використання порівняльного (ринкового) підходу до оцінки в нашій країні ще не достатньо створена.

Висновки. В процесі оцінки поточної вартості СФС повинні застосовуватися якомога більше різних методичних підходів. Це, у свою чергу, дозволить надати більш об'єктивну оцінку вартості такому суб'єкту. Визначення ринкової вартості СФС на практиці є складним завданням. Навіть досвідчений аналітик (оцінювач) може допустити серйозні прорахунки в її оцінці. В результаті інтеграційна угода може виявитися неефективною для покупця через надмірно оптимістичну розрахункову оцінку майбутніх грошових потоків СФС, а з іншого боку, у разі недооцінки вартості СФС, що поглинається, може не відбутися дійсно доцільна інтеграція. Окрім основних чинників, що впливають на ефективність інтеграційних угод, на цей показник можуть впливати фактори, пов'язані з якістю виконання самої угоди (злиттів, поглинань), зокрема, помилки при розрахунку основних показників. Вагома частина причин недостатньої ефективності значного числа інтеграційних угод (злиттів, поглинань) криється в помилкових фінансових розрахунках за оцінкою СФС та в помилках допущених в процесі реалізації самої угоди.

Література

1. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / У. Баффет. – М. : «Альпина Паблишер», 2009. – 272 с.
2. Галпин Тимоти Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний / Тимоти Дж. Галпин, Марк Хэндон ; пер. с англ. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2005. – 240 с.
3. Демафиллис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Демафиллис ; пер. с англ. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 960 с.
4. Рогач О.І. Транснаціональні корпорації у світовому господарстві : монографія / О.І. Рогач. – К. : ВЦ «Київський університет», 2006. – 150 с.
5. Слияния и поглощения в системе современной экономики : монографія / под ред. А.Н. Фоломьева. – М. : Изд-во РАГС, 2010. – 184 с.
6. Aharon D., Gaviols I., Yosef R. Stock market bubble effects on mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 50(4). 2010. P. 456–470.
7. Cartwright S., Schoenberg R. Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*. 17(1). 2006. P.1–5.
8. Impact of Cross-border Mergers and Acquisitions on Development and Policy Issues for Consideration – UNCTAD, Geneva, 2014. 36 p.
9. King D.R., Dalton D.R., Daily C.M., Covin J.G. Meta-analyses of Post-acquisition Performance:

Indications of Unidentified Moderators. *Strategic Management Journal*. 25(2). 2004. P. 187–200.

10. McKinsey Quarterly is the business journal of McKinsey & Company. Corporate finance. URL: http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M_A

11. Report of Expert Meeting on Mergers and Acquisitions: Policies Aimed at Maximizing the Positive and Minimizing the Possible Negative Impact of International Investment. UNCTAD, Geneva, 2010. 14 p.

12. Trautwein F. Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*. 2009. № 11. P. 283–295.

References

1. Baffet U. Ehsse ob investiciyakh, korporativnihk finansakh i upravlenii kompaniyami / U. Baffet. – M.: «Aljina Pabliher», 2009. – 272 s.

2. Galpin Timoti Dzh. Polnoe rukovodstvo po sliyaniam i poglotheniyam kompaniy: Per. s angl. / Timoti Dzh. Galpin, Mark Khehndon. – M.: Izdateljskiy dom «Viljyams», 2005. – 240 s.

3. Demafilis D. Sliyaniya, poglotheniya i drugie sposobih restrukturizacii kompanii. Per. s angl. / D. Demafilis. – M.: ZAO «Olimp-Biznes», 2007. – 960 s.

4. Rogach O.I. Transnacionaljni korporacii u svitovomu gospodarstvi: monografiya / O.I. Rogach. – K.: VC «Kiivsikiy universitet». – 2006. – 150 s.

5. Sliyaniya i poglotheniya v sisteme sovremennoy ehkonomiki. monografiya: pod red. A.N. Folomjeva. – M.: Izd-vo RAGS, 2010. – 184 s.

6. Aharon D.Y. Stock market bubble effects on mergers and acquisitions / D.Y., Aharon, I. Gavius, R. Yosef // *The Quarterly Review of Economics and Finance*. – 50(4). – 2010. – p. 456-470.

7. Cartwright S. Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunitie / S. Cartwright, R. Schoenberg // *British Journal of Management*. – 17(1). – 2006. – p.1–5.

8. Impact of Cross-border Mergers and Acquisitions on Development and Policy Issues for Consideration – UNCTAD, Geneva, 2014. – 36 p.

9. King D.R. Meta-analyses of Post-acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators / D.R. King, D.R. Dalton, C. M. Daily, J.G. Covin // *Strategic Management Journal*. – 25(2). – 2004. – p. 187–200.

10. McKinsey Quarterly is the business journal of McKinsey & Company. Corporate finance. URL: http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M_A

11. Report of Expert Meeting on Mergers and Acquisitions: Policies Aimed at Maximizing the Positive and Minimizing the Possible Negative Impact of International Investment. – UNCTAD, Geneva, 2010. – 14 p.

12. Trautwein F. Merger Motives and Merger Prescriptions / F. Trautwein // *Strategic Management Journal*. – 2009. – №11. – p. 283–295.

Рецензія/Peer review : 12.3.2015 р.

Надрукована/Printed : 10.5.2015 р.

Стаття рецензована редакційною колегією