

АНАЛІЗ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ

Анотація

У даній статті розглянуто основні підходи до оцінки ефективності процесів злиттів та поглинань (ЗіП), що підрозділені на два основних: перспективний і ретроспективний. Перспективний підхід призначений для оцінки ефективності угоди на стадії ухвалення рішення про доцільність ЗіП. Ретроспективний підхід ґрунтується на аналізі динаміки фактичних показників діяльності інтегрованої компанії за певний проміжок часу вже після здійснення ЗіП. Визначено, що в практичній діяльності перспективна оцінка використовується для ухвалення рішення про ЗіП і підходить саме для цих цілей, а ретроспективна – для визначення того, наскільки вдало функціонує створена в результаті ЗіП структура.

Ключові слова: злиття, поглинання, економічний ефект, синергія, перспективний підхід, ретроспективний підхід.

Т.В. Кочетыгова,

Харьковский национальный университет строительства
и архитектуры, г. Харьков

АНАЛИЗ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЦЕССОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Аннотация

В данной статье рассмотрены основные подходы к оценке эффективности процессов слияний и поглощений (СиП), которые подразделены на два основных: перспективный и ретроспективный. Перспективный подход предназначен для оценки эффективности соглашения на стадии принятия решения о целесообразности СиП. Ретроспективный подход основывается на анализе динамики фактических показателей деятельности интегрированной компании за определенный промежуток времени уже после осуществления СиП. Определено, что в практической деятельности перспективная оценка используется для принятия решения о СиП и подходит именно для этих целей, а ретроспективная – для определения того, насколько удачно функционирует созданная в результате СиП структура.

Ключевые слова: слияния, поглощения, экономический эффект, синергия, перспективный подход, ретроспективный подход.

Постановка проблеми. Сучасний розвиток економіки характеризується поширенням процесів глобалізації, а також орієнтацією компаній на експансію й зростання з метою одержання додаткових джерел зміцнення своїх конкурентних позицій, розширення своєї діяльності й укрупнення капіталу для більш ефективного його використання. Одним з найбільш популярних способів здійснення зазначених напрямків розвитку компаній є проведення угод злиттів (поглинань) (далі ЗіП), які здійснюються з метою одержання певних економічних вигід [1].

Однак, як свідчать численні дослідження як провідних консалтингових компаній, так і вчених, на практиці більша частина ЗіП виявляється в остаточному підсумку збитковою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Як відзначає З.І. Хусаїнов, у науковому співтоваристві останнім часом поширена думка про те, що інтеграційні угоди переважно ведуть до руйнування акціонерного капіталу: котирування акцій компанії-покупця падають; фінансові результати об'єднаної компанії погіршуються, що протирічить невпинно високому рівню інтеграційної активності у світі [2]. Дана ситуація також дивна тим, що існує безліч емпіричних робіт, автори яких приходять до протилежних висновків через розходження у методах аналізу, досліджуваної вибірки угод та ін. факторів. Таким чином, існуюча невідповідність наукових висновків і практичних реалій вимагає проведення подальших досліджень і дозволяє зробити висновок про актуальність даної проблеми.

Зростаюче число наукових праць в області оцінки ефективності угод ЗіП підтверджує актуальність даної проблеми. Так, вивченню різних аспектів аналізу й оцінки ефективності угод ЗіП присвячено роботи таких закордонних учених, як: Д. Бішоп, І. Владимірова, П. Гохан, М. Гулд, А. Грязнова, А. Дамодаран, Д. Єндовицький, М. Зайнулліна, Ю. Іванов, І. Івашковська, С. Іщенко, Ю. Ігнатішин, Х. Ітамі, Т. Колер, Т. Коупленд, Е. Кемпбелл, А. Лажу, Дж. Мурін, В. Назарян, Б. Пешеро, Ш. Пратт, А. Радигін, С. Рід, Н. Рудик, М. Сіроуер, К. Феррис, Д. Халікова, З. Хусаїнов, Ф. Еванс. А також вітчизняних учених: Г. Глинської, Ю. Дейнеки, Ф. Євдокімова, О. Кузьміна, Н. Розумної та ін.

Однак, незважаючи на значну кількість робіт з даної проблематики, і по цей час досить багато питань залишається недостатньо вивченими і дискусійними, причому одним з найгостріших серед них є оцінка ефективності й доцільності ЗіП.

Ціль статті полягає у дослідженні сучасних підходів щодо оцінки ефективності процесів ЗіП.

Виклад основного матеріалу. Згідно з Великою радянською енциклопедією, економічна ефективність – відношення між одержуваними результатами виробництва – продукцією й матеріальними послугами, з одного боку, і витратами праці й засобів виробництва – з іншого [3]. В Сучасному економічному словнику Б. Райзберга [4] економічна ефективність трактується як результативність економічної діяльності, економічних програм і заходів, що характеризується відношенням отриманого економічного ефекту до витрат факторів та ресурсів, що обумовили одержання цього результату; досягнення найбільшого обсягу виробництва із застосуванням ресурсів певної вартості.

Зазначимо, що розглядаючи корисний результат, необхідно чітко обумовлювати сторону, що є його одержувачем, оскільки при угодах ЗіП корисний результат можуть одержувати й акціонери компанії-мети, і акціонери компанії-покупця, і всі інші сторони, що беруть участь у підготовці й проведенні угоди. У даному дослідженні результат (ефект) ЗіП буде розглядатися відносно компанії-покупця, що є й найпоширенішим напрямом досліджень при оцінці ефективності інтеграції. Таким чином, в основі ефективності інтеграційних процесів лежить поняття економічного ефекту, що являє собою корисний результат економічної діяльності, вимірюваний, звичайно, різницею між грошовим доходом від діяльності й грошовими витратами на її здійснення [4]. Тобто ефективність угод ЗіП визначається співвідношенням витрат і вигід, що характеризують об'єднання компаній з урахуванням фактора часу. Необхідно відзначити, що фактор часу є дуже важливим параметром, що істотно впливає на результати досліджень ефективності ЗіП, оскільки різні ефекти не з'являються миттєво після здійснення угоди, найчастіше для цього потрібен певний період часу й його некоректне врахування викривляє одержані висновки.

У сучасних дослідженнях із проблем оцінки ефективності ЗіП одним з найпоширеніших є підхід, згідно з яким основним здобутком та мотивом здійснення ЗіП є отримання синергії. Отже, основою такого підходу є розрахунок величини синергетичного ефекту. Ефект синергії від ЗіП – це додана вартість від об'єднання й погодженої дії бізнесів, що виникає внаслідок більш ефективного використання факторів виробництва, що дозволяє підсилити або одержати конкурентні переваги об'єднаної системи, досягнення яких було б неможливо при розрізненому функціонуванні бізнес-одиниць, і розраховується як сума всіх вигід (синергій) від створення інтегрованої системи [1; 4]. Виходячи з наведеного трактування, можна зробити висновок, що фактично ефект синергії і є економічним ефектом угоди ЗіП. Необхідно відзначити, що синергетичний ефект може проявлятися в різних формах: збільшенні грошових потоків від існуючих активів, більш високих темпах зростання компанії, зниженні вартості капіталу, виникненні нових (чи посиленню наявних) конкурентних переваг (вигід).

Проблема оцінки такого ефекту є вкрай складною й неоднозначною.

Найпоширенішим підходом до його оцінки є розрахунок на основі наступної формули:

$$S = \Sigma V_{ij} - [V_i + V_j] - C,$$

де: S – величина синергетичного ефекту від об'єднання двох компаній;

ΣV_{ij} – ринкова вартість об'єднаної компанії,

V_i – ринкова вартість компанії i ,

V_j – ринкова вартість компанії j ,

C – витрати процесу інтеграції (премія, виплачувана при ЗіП компанією-покупцем акціонерам компанії-мети й трансакційні витрати на інтеграцію).

Існує також і багато інших підходів до оцінки синергії від інтеграції, що базуються на розрахунку окремих компонентів синергетичного ефекту, розрахунку економічних показників, а також тих, які становлять комбінації різних методів кількісної і якісної оцінки.

Як показав аналіз сучасних досліджень вітчизняних і закордонних авторів [5-8 та ін.], серед досить великої розмаїтості підходів до оцінки ефективності ЗіП, найбільш визнаного з них на сьогодні не визначено. Більшість авторів, говорячи про підходи до оцінки ефективності ЗіП, сходяться в думці про те, що всі вони можуть бути підрозділені на два основних: перспективний і ретроспективний.

Перспективний підхід призначений для оцінки ефективності угоди на стадії ухвалення рішення про доцільність ЗіП і є співвіднесенням понесених витрат на інтеграцію з оцінкою вартості компанії-покупця з урахуванням її майбутніх грошових потоків [5].

Ретроспективний підхід ґрунтується на аналізі динаміки фактичних показників діяльності інтегрованої компанії за певний проміжок часу вже після здійснення ЗіП.

Також у науковій літературі зустрічаються різні комбінації вищенаведених підходів.

Основні підходи й методи оцінки ефективності ЗіП подані на рис. 1.

Зазначимо, що з методологічної точки зору, на наш погляд, перспективна оцінка є більш правильною, але менш точною, оскільки містить у собі істотний фактор невизначеності внаслідок використання прогнозних даних у розрахунках. У той же час ретроспективна оцінка опирається на чіткі фактичні дані, але не є абсолютно коректною, оскільки не розглядає співвідношення результатів і витрат. Компроміс між двома видами оцінки можливий при поступовому звіренні й заміні прогнозних даних фактичними результатами діяльності компаній після ЗіП. Однак все ж таки варто враховувати різну спрямованість даних видів оцінки на практиці: перспективна оцінка використовується для ухвалення рішення про ЗіП і підходить саме для цих цілей, а ретроспективна – для визначення того, наскільки вдало функціонує створена в результаті ЗіП структура [6].

Таким чином, метою перспективної оцінки ЗіП є визначення ступеня ефективності (або неефективності) майбутнього злиття або поглинання [7].

Перспективна оцінка ефективності ЗіП може бути здійснена за допомогою двох груп методів – кількісної і якісної оцінки. Проблема перспективної кількісної оцінки опрацьована західними авторами й уже досить широко вивчається й застосовується в Україні.

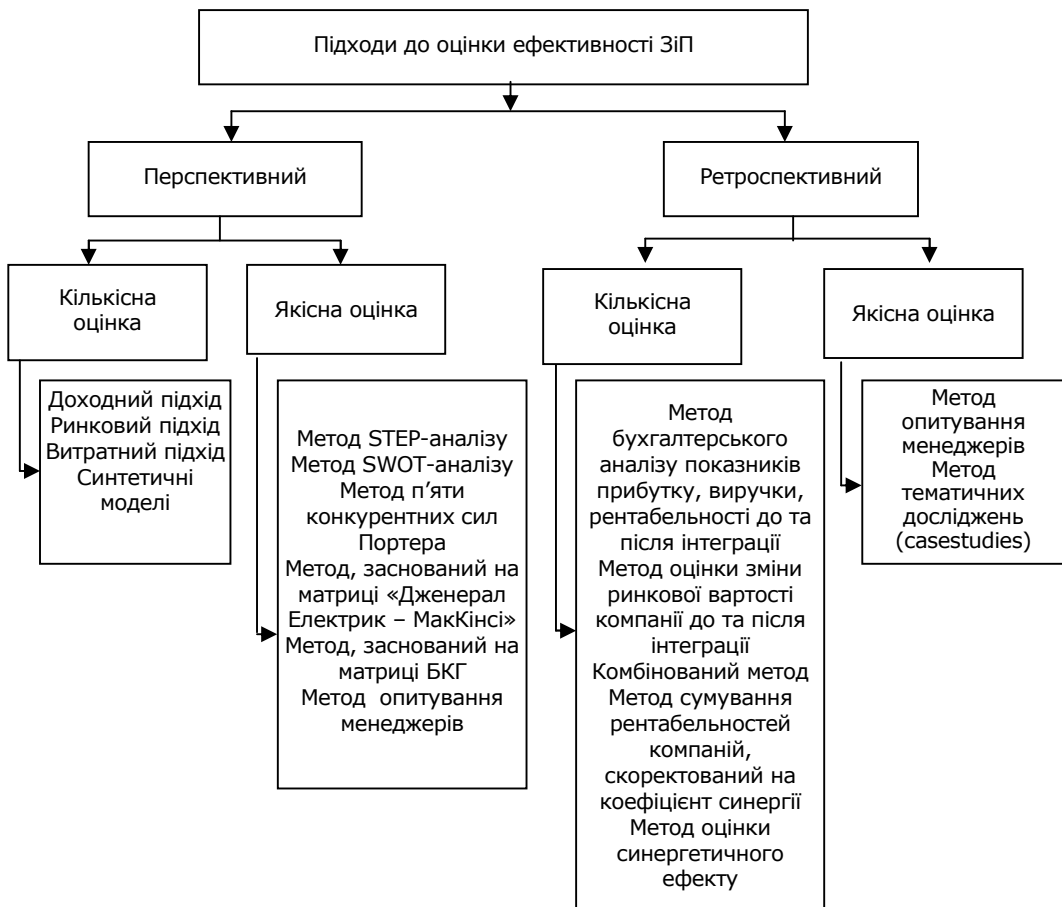


Рис. 1. Основні підходи й методи оцінки ефективності ЗіП

Незважаючи на значну кількість варіацій підходів і методів кількісної оцінки вартості компаній, всі вони мають свої специфічні особливості, що визначають сферу й доцільність їхнього використання в конкретних цілях і випадках.

Науковцями й практиками, що займаються даною проблематикою, у випадку оцінки при ЗіП перевага віддається двом підходам – дохідному й ринковому, як тим, що найбільш відповідають меті оцінки й дозволяють одержати найбільш точні результати. У рамках даних підходів також можна виділити низку найбільш застосовуваних методів.

Дохідний підхід вважається вченими й практиками [5; 7; 28] найбільш об'єктивним і надійним при оцінці ефективності ЗіП у зв'язку з тим, що: він дозволяє врахувати всі джерела синергії та в його основі лежить концепція про те, що кожний актив, придбаний для отримання доходів, коштує стільки, скільки прибутку він принесе в майбутньому.

Серед методів дохідного підходу практично однозначно виділяється метод дисконтованих грошових потоків, оскільки метод капіталізації в цьому випадку не може застосовуватися через те, що сфера його використання – оцінка вартості компаній, доходи яких є стабільними в часі, що при трансформації в результаті ЗіП є неможливим.

Серед методів ринкового підходу найбільш доцільним при оцінці ефективності ЗіП вважається метод галузевих коефіцієнтів. Інші методи даного підходу також можуть використовуватися за умови наявності необхідної інформації (що є основною складністю їхнього застосування). Реалізація ринкового підходу в умовах вітчизняного ринку ускладнюється також через високий рівень невизначеності ситуації на фондовому ринку й впливу зовнішнього середовища, низького рівня розвитку фондового ринку, що не дозволяє говорити про точність розрахунків і прогнозів. Також ринковий підхід не дозволяє врахувати всі джерела синергії після ЗіП. Згідно з існуючою практикою оцінки при ЗіП, якісні методи використовуються, як правило, на початковому етапі планування й пошуку кандидатів для інтеграції [6; 7]. Ця група методів дозволяє підвищити обґрунтованість і якість планування процесу інтеграції, однак, як правило, вони визначають загальну стратегічну спрямованість компанії, не враховують особливості ЗіП і є дещо спрощеними.

Ретроспективна оцінка ставить своєю метою визначення відповідності проведеного ЗіП критерію максимізації вартості [7]. Дослідження результатів ЗіП може здійснюватися в рамках окремої компанії з метою узагальнення досвіду або в рамках певної групи компаній для виявлення класів більш-менш ефективних угод.

Серед методів ретроспективної оцінки досить складно визначити якісь найбільш пріоритетні, оскільки ефективність їх використання залежить переважно від коректності первинної бази дослідження та обґрунтованості застосовуваної методології розрахунків. Однак, на наш погляд, більш комплексні та обґрунтовані результати можуть бути отримані на основі методів ретроспективної кількісної оцінки.

Висновки. Таким чином, вибір методів оцінки ефективності ЗіП залежить переважно від: цілі оцінки, особливостей угоди ЗіП, наявної первинної бази оцінки, обґрунтованості обраної методології дослідження.

Загальний комплекс процедур оцінки ефективності інтеграційних трансформацій повинний включати: прогнозний аналіз інтеграційного процесу (перспективна оцінка), оперативний аналіз інтеграційного процесу (моніторинг оперативних даних щодо інтеграції), ретроспективний аналіз інтеграційного процесу (ретроспективна оцінка).

На наш погляд, при проведенні перспективної оцінки в українських реаліях найбільш пріоритетним є застосування методу дисконтування грошових потоків, а при ретроспективній оцінці – комбінації методів бухгалтерського аналізу та оцінки ринкової вартості компанії до та після інтеграції.

Список використаних джерел:

1. Ищенко С. М. Оценка эффекта синергии при слияниях и поглощениях компаний : автореф. дис. канд. экон. наук / С. М. Ищенко. – Екатеринбург, 2011.– 27 с.
2. Хусаинов З. И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика / З. И. Хусаинов // Корпоративные финансы. – 2008. – №1(5). – С. 12–33.
3. Большая советская энциклопедия [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://dic.academic.ru/dic.nsf/bse/153206/%D0%AD%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D1%87%D0%B5%D1%81%D0%BA%D0%B0%D1%8F>
4. Современный экономический словарь / Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. ; 2-е изд., испр. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 479 с.
5. Абдулов Р. Э. Управление процессами слияний и поглощений промышленных предприятий: автореф. дис. канд. экон. наук / Р. Э. Абдулов. – Москва, 2011.– 25 с.
6. Зайнуллина М. Р. Оценка экономической эффективности горизонтальной интеграции предприятий (на примере сахарной промышленности республики Татарстан): дис. канд. экон. наук / М. Р. Зайнуллина. – Казань, 2006. – 288 с.
7. Пирогов А. Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний [Электронный ресурс] / А. Н. Пирогов. – Режим доступа: <http://vedi.ru/periodic.htm>
8. Момот Т. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології / Т. Момот. – Х. : Фактор, 2007. – 224 с.
9. Оценка бизнеса / Под ред. Грязновой А. Г., Федотовой М. А. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 625 с.
10. Хаустова В. Є. Оцінка вартості бізнеса суб'єктів господарювання (на прикладі металургійної галузі України) : [монографія] / В. Є. Хаустова, І. Г. Курочкіна. – Х. : ВД «ІНЖЕК», 2009. – 268 с.

Tetyana V. Kochetygova,

Kharkiv National University of Construction and Architecture, Kharkov

**THE ANALYSIS OF APPROACHES TO ESTIMATION
OF THE EFFECTIVENESS OF MERGERS AND ACQUISITIONS**

Annotation

This article discusses the main approaches to estimation of the effectiveness of mergers and acquisitions, which is divided into two main: prospective and retrospective. A prospective approach is designed to assess the effectiveness of the agreement at the stage of making decisions about the appropriateness of the M&A. The retrospective approach is based on the analysis of the dynamics of actual performance integrated company for a certain period of time after the implementation of the M&A. It is determined that in practice prospective estimation is used for decision-making about spare parts and suitable for these purposes, and retrospective - to determine how well the created in the M&A structure functions.

Keywords: mergers, acquisitions, economic effect, synergy, a promising approach, a retrospective approach.

References:

1. Ischenko, S.M. (2011). *Evaluation of the synergies of the mergers and acquisitions*. Abstract to PhD dissertation. Ekaterinburg, 27 p. (in Russ.).
2. Khusainov, Z.I. (2008). Estimation of efficiency of transactions of confluences and absorptions: a computer-integrated method. *Korporativnye finansy [Corporate finances]*, no. 1(5), pp. 12-33 (in Russ.).
3. Great Soviet Encyclopedia. Available at: <http://dic.academic.ru/dic.nsf/bse/153206/%D0%AD%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D1%87%D0%B5%D1%81%D0%BA%D0%B0%D1%8F> (in Russ.).
4. Rayzberg, B.A., Lozovskiy, L.Sh., Starodubceva, E.B. (1999). *Sovremennyy jekonomicheskij slovar'* [The Modern economic dictionary], 2nd ed. Infra-M, Moscow, 479 p. (in Russ.).
5. Abdulov, R.E. (2011). *Upravlenie by the processes of confluences and absorptions of industrial enterprises*. Abstract to PhD dissertation. Moscow, 25 p. (in Russ.).
6. Zaynullina, M.R. (2006). *Estimation of economic efficiency of horizontal integration of enterprises (on the example of saccharine industry of republic Tatarstan)*. PhD dissertation. Kazan', 288 p. (in Russ.).
7. Pirogov, A.N. Estimation of confluences and absorptions of the Russian companies. Available at: <http://vedi.ru/periodic.htm> (in Russ.).
8. Momot, T. (2007). *Otsinka vartosti biznesu: suchasni tekhnologii* [Business Valuation: modern technology]. Factor, Kharkiv, 224 p. (in Ukr.).
9. In Gryaznova, A.G., Fedotova, M.A. (Ed.) (2004). *Ocenka biznesa* [Business Estimation]. Finances and statistics, Moscow, 625 p. (in Russ.).
10. Khaustova, V.Ye., Kurochkina, I.G. (2009). *Otsinka vartosti biznesa sub'iektiv hospodariuvannia (na prykladi metalurhijnoi haluzi Ukrainy)* [Valuation of business entities (on the example of metallurgical industry of Ukraine)]. VD «INZHEK», Kharkiv, 268 p. (in Ukr.).

