

УДК 005.591.452:330.138

Тетяна Миколаївна ГАММА

кандидат економічних наук, доцент кафедри економіки підприємства та організації підприємницької діяльності, Одеський національний економічний університет,
e-mail: tetyanagama@gmail.com

Олег Миколайович БАБІЙ

кандидат економічних наук, доцент кафедри економіки підприємства та організації підприємницької діяльності, Одеський національний економічний університет,
e-mail: olegbabiy@ukr.net

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ

Гамма, Т. М., Бабій, О. М. *Управління вартістю в інтеграційних процесах // Вісник соціально-економічних досліджень: зб. наук. праць; за ред.: М. І. Зверькова (голов. ред.) та ін. (ISSN 2313-4569). – Одеса: Одеський національний економічний університет. – 2017. – № 2-3 (63-64). – С. 51–60.*

Анотація. У статті розглянуто проблеми формування адекватного сучасним умовам господарювання інструментарію управління вартістю в процесі злиття та поглинання підприємств харчової промисловості. У результаті проведення монографічного аналізу визначено основні проблеми оцінки бізнесу непублічних структур, до яких відноситься більшість вітчизняних харчових підприємств, що потребують теоретичного та методичного вирішення. Виділені проблеми потребують теоретичного та методологічного вирішення. Як результат емпіричного дослідження розроблено теоретичне обґрунтування інструментарію оцінки вартості бізнесу непублічних компаній для цілей ринку М&А. Запропоновано методичний підхід до визначення знижок за рівень ліквідності бізнесів-цілей в операціях злиття і поглинань.

Ключові слова: управління вартістю; інтеграційні процеси; злиття та поглинання; непублічні структури; ризик неліквідності.

Татьяна Николаевна ГАММА

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики предприятия и организации предпринимательской деятельности, Одесский национальный экономический университет,
e-mail: tetyanagama@gmail.com

Олег Николаевич БАБИЙ

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики предприятия и организации предпринимательской деятельности, Одесский национальный экономический университет,
e-mail: olegbabiy@ukr.net

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ В ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССАХ

Гамма, Т. Н., Бабій, О. Н. *Управление стоимостью в интеграционных процессах // Вестник социально-экономических исследований: сб. науч. трудов; под. ред. М. И. Зверькова (глав. ред.) и др. (ISSN 2313-4569). – Одесса: Одесский национальный экономический университет. – 2017. – № 2-3 (63-64). – С. 51–60.*

Аннотация. В статье рассмотрены проблемы формирования адекватного современным условиям хозяйствования инструментария управления стоимостью в процессе слияния и поглощения предприятий пищевой промышленности. В результате проведения монографического анализа определены основные проблемы оценки бизнеса непубличных структур, к которым относится большинство отечественных пищевых предприятий. Выделенные проблемы требуют теоретического и методологического решения. Результатом эмпирического исследования стала разработка теоретического обоснования инструментария оценки бизнеса непубличных компаний для целей рынка М&А. Предложен методический подход к определению скидок за уровень ликвидности бизнеса-цели в операциях слияния и поглощения.

Ключевые слова: управление стоимостью; интеграционные процессы; слияния и поглощения; непубличные структуры; риск неликвидности.

Tetyana GAMMA

PhD in Economics, Associate Professor, Department of Enterprise Economics and Business Organization, Odessa National Economic University, e-mail: tetyanagamma@gmail.com

Oleg BABIY

PhD in Economics, Associate Professor, Department of Enterprise Economics and Business Organization, Odessa National Economic University, e-mail: olegbabiya@ukr.net

VALUE MANAGEMENT IN INTEGRATION PROCESSES

Gamma, T., Babiy, O. (2017). Value management in integration processes. Ed.: M. Zveryakov (ed.-in-ch.) and others [Upravlinnia vartistiu v intehratsiinykh protsesakh; za red.: M. I. Zveriyakova (gol. red.) ta in.], Socio-economic research bulletin; Visnik social'no-ekonomichnih doslidzen' (ISSN 2313-4569), Odessa National Economic University, Odessa, No. 2-3 (63-64), pp. 51–60.

Abstract. *The article considers the problems of value management tool formation that is adequate to modern management conditions in the mergers and acquisitions process of food industry enterprises. The main problems of non-public structures business valuation, to which the most domestic food enterprises are belong, are identified as a result of the monographic analysis. Highlighted problems require a theoretical and methodological solution. A theoretical basis for the business value toolkit of non-public companies for the purposes of the M&A market as the result of the empirical study is created. A methodical approach to determining discounts for the liquidity level of a business-purpose in mergers and acquisitions is proposed.*

Keywords: *value management; integration processes; mergers and acquisitions; non-public structures; illiquidity risk.*

JEL classification: *C190; G310; G340*

Постановка проблеми у загальному вигляді. У складних та мінливих сучасних умовах функціонування інтеграційні процеси є рушійною силою розвитку форм і способів господарювання, підвищення рівня конкурентоспроможності підприємницьких структур на основі централізації і концентрації виробництва та капіталу. Світова фінансова криза та її вкрай негативні наслідки вплинули на всі сфери вітчизняної економіки, зокрема, на угоди злиття та поглинання, кількість яких останніми роками суттєво зменшилась. Криза значно ускладнила доступ до дешевого позикового капіталу, велику кількість заявлених угод щодо здійснення процесів об'єднання було припинено або навіть скасовано у зв'язку із загальною невизначеністю зовнішнього середовища. Але варто зазначити, угоди інтеграції досить часто є майже єдиним способом залучення коштів для розвитку або підтримки запланованих проектів.

Проведені авторами дослідження дозволили зробити висновок про те, що найбільш поширеною причиною невдалих процесів інтеграції є недостовірні оцінки поглинаючою компанією привабливості компанії-мети. А відповідно до результатів досліджень відомих консалтингових компаній, власне достовірно проведена й об'єктивна оцінка вартості компанії-цілі є ключовим питанням в досягненні бажаного рівня ефективності інтеграційних процесів.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Проблемам та особливостям оцінки вартості бізнесу в сучасних умовах господарювання присвячено велику кількість праць відомих як зарубіжних, так і вітчизняних вчених. Зокрема, С. Росс, Т. Коупленд, А. Дамодаран пропонують оцінювати вартість компанії з урахуванням її майбутніх дисконтованих грошових потоків [1, с.255; 2, с.74; 3, с.14–24]. Ю. Бріггем, Л. Гапенські визначають вартість компанії на основі безстрокової ціни акцій, ціни привілейованих акцій зі зростаючим дивідендом та вартості облігацій з урахуванням їх дохідності [4, с.131, с.184]; Б. Зві та А. Кейн найбільшу увагу приділяють відносному порівнянню показників ринкової вартості компанії [5, с.612]. К. Мерсер, Т. Хармс зосереджують увагу на основних умовах оцінювання бізнесу, використовуючи модель дисконтованих грошових потоків і модель

Гордона [6]. С. Пенман та Т. Соугінас зазначають, що саме прибутковий метод прийде на заміну грошовим потокам та дивідендам [7].

О. Г. Мендрул найбільш повно обґрунтував обставини, що обмежують застосування витратного, дохідного та порівняльного підходів у сучасних умовах ведення бізнесу [8]. В. Шевчук, М. Корягин розробили концепцію визначення ринкової вартості підприємства, яка містить три базових компоненти (відкориговану справедливу вартість чистих активів, дисконтовану різницю між прогнозованим чистим прибутком та альтернативною вартістю капіталу за рівнем безризикових вкладень, оцінений ризик господарської діяльності) [9]. О. П. Петраш рекомендує використовувати інтегрований показник – комбінацію (наприклад, EVA, SVA і CFROI) для аналізу інвестиційних проектів [10].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Значні обсяги і високі темпи зростання ринку злиттів і поглинань, а також істотні ризики, пов'язані з реалізацією угод, визначили актуальність досліджень цих процесів та, як наслідок, збільшення кількості публікацій з цієї проблеми. При всій цінності отриманих дослідниками результатів, проблема оцінки і управління ефективністю інтеграційних процесів господарюючих суб'єктів зберігається. Наразі ці питання не мають належного теоретичного обґрунтування, системної єдності і методичного опрацювання. Відповідна методологія розроблена лише для оцінки ефективності злиття і поглинання в умовах розвинутої ринкової системи у вигляді класичних положень за оцінкою вартості компаній. Крім того існують певні відмінності в концептуальних і методологічних підходах щодо дослідження цієї проблеми, чим визначаються істотні відмінності в узагальненнях, висновках і методичних рекомендаціях відносно результативності інтеграційної взаємодії суб'єктів господарювання.

Постановка завдання. Мета дослідження полягає у виділенні основних проблем оцінки бізнесу непублічних структур для цілей ринку M&A та розробки теоретичного та методологічного базису для формування адекватного сучасним реаліям інструментарію управління вартістю в інтеграційних процесах.

Виклад основного матеріалу дослідження. Оцінка бізнесу є невід'ємною частиною обґрунтування та управління інтеграційними процесами непублічних компаній. По-перше, оцінка необхідна для забезпечення вимог акціонерів за рівнем рентабельності інвестованого капіталу і фінансової стійкості при здійсненні операцій. Забезпечення ефективності угоди ($NAV > 0$) вимагає оцінки вартості інтегрованих компаній. По-друге, забезпечується можливість обґрунтування планів ефективного інвестування накопиченого капіталу. По-третє, формуються можливості ефективного позикового фінансування для реалізації проектів розвитку. Оцінка бізнесу є найважливішим елементом обґрунтування об'єкта поглинання в процесі системної діагностики варіантів угоди, визначення ефективності результатів угоди і процесу інтеграції суб'єктів підприємницької діяльності.

Для оцінки вартості публічних компаній цілі управління прибутковістю і стабільністю розвитку зводяться до забезпечення сталого зростання курсу акцій. Управління стійким зростанням непублічних підприємницьких структур, що реалізують угоди M&A, вимагає розробки особливих елементів господарського механізму і проведення спеціальних процедур оцінки вартості бізнесу.

Необхідність вдосконалення методології та інструментарію оцінки бізнесу для злиттів і поглинань підтверджується також тим, що більше половини угод злиття і поглинання не забезпечили приросту вартості для акціонерів. Із них значна частка внаслідок помилок в оцінці вартості бізнесу об'єднаної компанії на етапі планування операції. Більше половини українських компаній, виставлених на продаж, переоцінені і тому протягом кількох років не можуть знайти стратегічного інвестора.

До головних проблем оцінки бізнесу непублічних структур для цілей ринку M&A, що вимагають теоретичного і методичного рішення, відносяться:

- необхідність оцінки бізнесу компанії-покупця, бізнесу-мети і об'єднаної (нової) структури. Якщо оцінка двох перших, як діючих для цілей ринку M&A, не має принципових відмінностей від оцінок для інших цілей, то оцінка об'єднаної компанії має

значні особливості. На момент оцінки (стадія обґрунтування угоди), ця структура є віртуальною, що функціонує в новому внутрішньому і зовнішньому середовищах. Її характеристики мають невизначений характер. Підібрати й використовувати аналоги для цілей оцінки не завжди можливо, тому що ймовірність помилок у підборі аналогів є досить високою. Це істотно обмежує застосування традиційних методів оцінки очікуваних грошових потоків і ризиків. Але при цьому доцільним залишається застосування для всіх трьох суб'єктів підприємницької діяльності єдиного методу оцінки з тим, щоб знизити неминучий вплив процедури розрахунків на оцінку результатів об'єднання;

- злиття і поглинання змінюють ринкову ситуацію в галузі. Реакція конкурентів на інформацію щодо майбутнього злиття (поглинання) змінює ризик функціонування об'єднаної структури порівняно з ризиком компанії-покупця. Цей фактор може істотно вплинути на грошові потоки і ризик нової та ризики інтегрованих структур;
- інтеграція змінює внутрішнє середовище компанії-покупця. Формуються ризики узгодженості дій бізнесів, що об'єднуються. Ці ризики приблизно в 60% випадків призводять до подальшої дезінтеграції;
- різноманіття угод М&А за участю непублічних підприємницьких структур і проблеми оцінки їх бізнесу вимагають дослідження і розвитку методології і інструментарію оцінки та управління вартістю бізнесу цієї групи суб'єктів підприємницької діяльності.

Ці відмінності істотно ускладнюють оцінку вартості непублічних компаній в угодах М&А, роблять необхідною модифікацію традиційних методів оцінки, припускають використання при оцінці кожного суб'єкта підприємницької діяльності, який бере участь в угоді, спеціальних прийомів забезпечення достовірності результатів. Зокрема, спеціального аналізу коригувань мультиплікаторів при використанні ринкового підходу, корекції грошових потоків прогнозного і залишкового періоду при використанні методів дохідного підходу до оцінки вартості та ін.

Таким чином, теоретичне обґрунтування інструментарію оцінки вартості бізнесу непублічних компаній для цілей ринку М&А повинно включати:

- дослідження адекватності застосовуваних методів оцінки компаній в процесі їх еволюції для процесів злиття і поглинання;
- формування способів оцінки і прогнозування грошових потоків об'єднаної компанії з урахуванням синергетичних ефектів;
- формування способів оцінки і прогнозування ризиків об'єднаної компанії з урахуванням ризику угоди, ризику інтеграції та ризику погіршення стану зовнішнього середовища внаслідок реакції конкурентів;
- розробку методу оцінки впливу розміру придбаного пакета акцій (частки власності) непублічної структури на доходи підприємця.

Додатковий приріст вартості в результаті злиття або поглинання (NAV) є основною характеристикою ефективності угоди за умови об'єктивності оцінок грошових потоків і відсутності можливостей підприємця щодо зниження чистого прибутку за рахунок збільшення підприємницького доходу. NAV утворюється за рахунок зміни ризику і грошового потоку (ΔCF_{CEI}) об'єднаної компанії порівняно з вихідним рівнем. Виділимо у зв'язку з цим специфічні особливості застосування дохідного підходу для оцінки бізнесу при угодах М&А:

- оскільки для визначення NAV є доцільним застосування єдиного методу оцінки вартості бізнесу всіх трьох компаній, то істотно зростають обмеження у використанні методу, заснованого на економічному прибутку;
- на ринку М&А відмова від обліку залишкового періоду в умовах підвищеної невизначеності результативності інтеграційних процесів підвищує вірогідність оцінок;
- при оцінці непублічних структур методами дохідного підходу необхідно враховувати обмеження на гранично низький рівень прибутковості компаній, що визначає мінімальну вартість діючого бізнесу. Необхідність такого обмеження пов'язана не тільки з мотивацією зниження прибутку, але й поглинанням реально низькорентабельних

непублічних компаній. Таким обмеженням у зв'язку зі значною різницею в балансовій та ринковій оцінках вартості не може бути умова $BPV/PB < 1$. Як обмеження пропонується співвідношення вартостей, визначених на основі дохідного підходу і ринковою вартістю активів визначених методом ринку капіталу без урахування вартості ділової репутації, тобто $BPV_{ДОХ} > BPV_{ЗАТР}$;

- необхідність додаткового аналізу очікуваних темпів зростання об'єднаної компанії при прогнозуванні її грошових потоків. Методи дохідного підходу ґрунтуються на прогнозуванні незмінності грошових потоків у залишковому періоді або їх монотонному зростанні. У методі капіталізації ці умови поширюються на прогнозний і залишковий період. Такий підхід не відображає специфіку розвитку структури, створеної в результаті угоди злиття або поглинання. Темпи зростання грошових потоків змінюються залежно від ступеня реалізації ефекту синергії. Для цієї структури характерні також зміни темпів валових інвестицій, у результаті чого змінюються чисті інвестиції і грошові потоки. На рис. 1 наведено трифазну модель зміни грошового потоку для власного капіталу, що відображає типову ситуацію успішної інтеграції компаній після об'єднання.

Підвищені темпи зростання компанії на першому етапі реалізації синергії надалі знижуються. Але одночасно знижуються і чисті інвестиції (різниця валових інвестицій і зносу). Може змінюватися і рівень ризику. Період реалізації синергії (перші два етапи на рис. 1) може змінюватися від півроку до п'яти років після оголошення угоди. Якщо не враховувати зміни темпів зростання, то вартість об'єднаної компанії може бути значно переоцінена, якщо темпи зростання прийняти на рівні першого етапу, недооцінена у випадку прийняття темпів на рівні третього етапу.

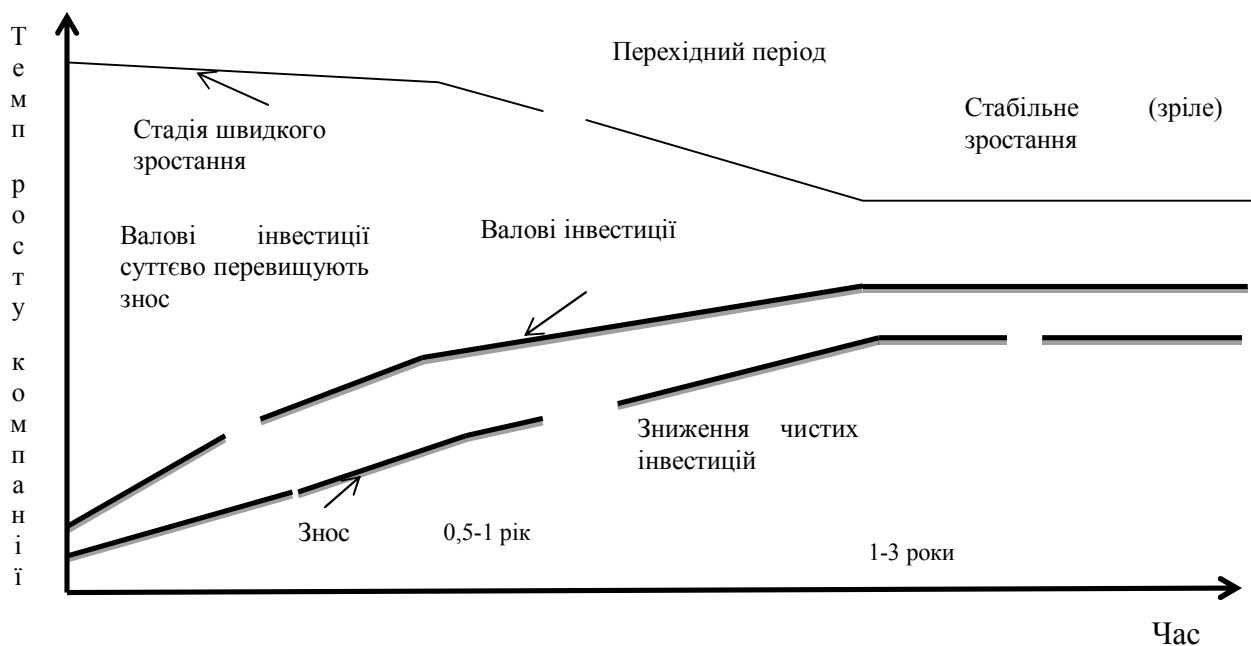


Рис. 1. Трифазна модель FCFE для об'єднання компаній [7, с.289]

При визначенні рівня і прогнозуванні темпів зростання грошових потоків непублічних структур необхідно враховувати:

- очікувані зміни загальноекономічних умов і темпів розвитку галузі, в якій спеціалізована структура, що оцінюється, і галузей, які споживають її основну продукцію;
- синергетичні ефекти злиттів і поглинань;
- історичні темпи зростання бізнесу;
- вихідний рівень конкурентоспроможності бізнесу та очікування (плани) менеджменту за такими чинниками стратегічної конкурентоспроможності та ін.

Показники виручки, чисельності працюючих і балансової вартості активів не забезпечують об'єктивної оцінки зростання, який повинен оцінюватися зростанням вартості

бізнесу. Тому потрібно знайти більш адекватні та інформаційно забезпечені вимірювачі зростання. В якості основного показника зростання непублічних компаній рекомендовано використовувати очікувані темпи зростання операційного прибутку, розраховані як добуток коефіцієнта реінвестицій (kr) і очікуваного доходу на капітал (ROA):

$$g = kr \times ROA \quad (1)$$

Коефіцієнт реінвестицій вітчизняних фірм можна вимірювати за даними фінансової документації фірми як відношення приросту необоротних (ΔFA) і оборотних активів (ΔCA) за рахунок чистого прибутку і позикового капіталу до прибутку після оподаткування з відсотками за позиковим капіталом. Якщо вважати, що рентабельність активів у період оцінки дорівнює рентабельності базового року, то очікуване зростання буде визначатися тільки плановим значенням реінвестування.

$$kr = \frac{(\Delta FA + \Delta CA - D_{EP})}{EBIT \times (1 - \tau)} \quad (2)$$

Якщо $ROA_t \neq ROA_{t-1}$

$$kr = \frac{(\Delta FA + \Delta CA - D_{EP})}{EBIT \times (1 - \tau) \times \left(\frac{ROA_t}{ROA_{t-1}} \right)} \quad (3)$$

Такий підхід до оцінки темпів зростання бізнесу в прогнозованому періоді спирається на плани інвестиційного розвитку (очікуваний обсяг і ефективність інвестицій). Ця інформація обґрунтовується українськими підприємствами в процесі їх інвестиційного зростання, і тому метод можна застосовувати і у вітчизняних реаліях при варіантному прогнозуванні грошових потоків.

Однак його використання для оцінки об'єднаної структури вимагає врахування зазначених раніше специфічних особливостей формування та зміни грошових потоків у процесі злиття і поглинань.

Оцінка ризику нового (об'єднаного) бізнесу необхідна для визначення його вартості та розробки стратегії зростання. При цьому необхідно врахувати взаємний вплив ризиків суб'єктів підприємницької діяльності, що об'єднуються, та формування додаткових ризиків – ризиків інтеграції та реалізації синергії.

Ризик об'єднання бізнесів в умовах розвиненого ринку капіталу визначає вимоги акціонерів за рівнем прибутковості капіталу: норма прибутковості є ставкою дисконтування, яка застосовується для визначення поточної вартості очікуваних від їх використання грошових потоків. Одночасно норма прибутковості відображає вартість капіталу, що залучається, яка відповідає очікуваному інвестором прибутку. При цьому норма прибутковості повинна відповідати прогнозним характеристикам бізнесу, тобто орієнтована на галузь перспектив.

Оцінка ризику суб'єктів підприємницької діяльності для цілей M&A необхідна як принципово важливий елемент оцінки діагностики бізнесу-мети, спроможності та ефективності інтеграції бізнесів. Тому її необхідно проводити на всіх етапах процесу об'єднання від обґрунтування бізнес-цілі до завершення процесів інтеграції. Все це збільшує складність і актуальність проблеми теоретичного обґрунтування інструментарію оцінки.

Аналіз практики визначення ставки дисконтування грошових потоків непублічних підприємств промисловості оціночними компаніями України показав, що в методі кумулятивного нарощення дисконту зазвичай використовуються фактори і премії до

безризикової ставки. Ці оціночні компанії використовують традиційні для умов сьогодення України способи і методи.

Оскільки процес об'єднання може розглядатися підприємством-покупцем як інвестиційний проект, то для оцінки впливу ризику на вартість нового (об'єданого) бізнесу можна використовувати методологію, розроблену для обліку ризику інвестиційних проектів.

Наразі дослідження впливу ліквідності на вартість бізнесу в угодах М&А практично відсутні. Емпіричний аналіз впливу ліквідності на вартість бізнесу виконаний тільки для неліквідних акцій публічних компаній США (акцій, що не реєструються Комісією з цінних паперів). Результати аналізу засвідчили, що знижка досить стійка і становить приблизно 35%. Приблизно такий же рівень знижки використовується вітчизняними оцінювачами при порівняннях публічних (до них, зазвичай, відносять усі ПАТ) і непублічних (ПрАТ; ТОВ) компаній. Але такий підхід не відповідає цілям і суті злиттів і поглинань. По-перше, він відображає знижку за неліквідність інвестицій, але не неліквідність компаній.

По-друге, на ринку М&А придбання бізнесу зазвичай пов'язане з його інтеграцією, яка змінює і організаційно-правову форму придбаного бізнесу і його ефективність.

Дослідження Сілбера [3, с.906–907] були першою спробою створення аналітичної багатофакторної моделі премії за ліквідність. За даними 1984–1989 рр. він отримав таку регресію:

$$\ln(\text{RPRS})=4,33+0,0361n(\text{REV})-0,1421n(\text{RBRT})+0,174\text{DERN}+0,332\text{DCUST} \quad (4)$$

де: RPRS – відношення ціни акцій, обмежених в обігу, до ціни акцій у вільному обігу = (1-знижка за відсутність ліквідності);

REV – виручка непублічної компанії, млн. дол.;

RBRT – частка оцінюваного пакета акцій щодо їх загальної кількості;

DERN – характеристика прибутковості компанії (DERN = 1 для прибуткової компанії, DERN = 0 – для збиткової);

DCUST – характеристика зв'язку з інвестором (DCUST = 1, якщо компанія має зв'язок з інвестором як з клієнтом, DCUST = 0 – в іншому випадку).

Відзначаючи перспективність оцінки премії на основі багатофакторних моделей і підходу до їх побудови, наголошуємо на неможливості використання моделі Сілбера для компаній України. По-перше, принципові відмінності ринку США і України змінюють вимоги його учасників до готового бізнесу як товару. Відповідно, іншим може бути склад чинників, що суттєво впливають на розмір премії та іншого ступеню впливу факторів. По-друге, багаторазово доведено обмеження використання регресійних залежностей для оцінок характеристик економічних процесів. Тому далі обґрунтовується метод системної оцінки і врахування чинників ліквідності (обліку відмінностей угод з бізнесом публічних і непублічних структур), заснований на українській практиці угод М&А.

Облік ліквідності придбаного бізнесу (активів) необхідний і для об'єднаної структури. У цьому випадку він відображає можливості зворотного продажу за умови негативного результату інтеграції компаній: ліквідний бізнес може бути проданий швидше і з меншими втратами.

Основним принципом обліку ліквідності у цьому випадку стає ступінь впливу ліквідності на можливості ефективного використання придбаного бізнесу (активів). Чим більш ефективним може бути придбаний бізнес для безлічі покупців, тим він більш ліквідний. Тому визначення знижки за ліквідність тільки за організаційно-правовою формою компанії-мети є необґрунтованим. По відношенню до публічних компаній всі непублічні – неліквідні. Але рівень неліквідності непублічних компаній відрізняється залежно від сукупності характеристик, що визначають компанію-ціль. Найбільш істотними серед них є:

– фінансовий стан господарюючого суб'єкта (X_1). Ефективним є використання фінансово стійкого бізнесу, в т.ч. для подальшого його продажу. Компанію, грошові потоки якої ростуть, можна продати при значно меншому ризику;

- мета придбання компанії (X_2). Зазвичай, для стратегічного покупця значення ліквідності менше, ніж для фінансового. Відповідно і менше може бути і знижка;
- ліквідність активів компанії (X_3). Структура активів (наприклад, частка грошових коштів і цінних паперів, частка унікального обладнання та ін.), технічний стан позавиробничих активів істотно впливають на корисність фірми для покупців. Ліквідність активів безпосередньо враховується при використанні витратного підходу до оцінки;
- перспективи зростання бізнесу, що визначаються його діловою репутацією і перспективами ринку (X_4). Значні перспективи непублічної компанії часто роблять її більш ліквідною, ніж публічну компанію;
- розмір непублічного учасника угоди M&A і перспективи його перетворення в публічну компанію (X_5). Рівень знижки за неліквідність (щодо вартості) великих фірм повинен бути менше, ніж для дрібних [3, с.905];
- як уже зазначалося, метою інвестування в непублічну підприємницьку структуру є отримання контролю. Тому ліквідність контрольних пакетів непублічних суб'єктів значно вище, ніж неконтрольних. Відповідно і знижка за неліквідність неконтрольних пакетів повинна бути істотно вище, ніж контрольних (X_6). При цьому зберігається премія за контроль.

Таким чином, формується наступний підхід до визначення знижок за рівень ліквідності бізнесів-цілей в операціях злиття і поглинань:

- при оцінці вартості на основі ринкового підходу при зіставленні оцінюваної фірми з аналогом, що має відмінності від оцінюваної за рівнем ліквідності;
- при оцінці вартості на основі витратного підходу ринкова вартість активів визначається оцінювачем з урахуванням їх ліквідності;
- при оцінці ліквідності для визначення можливостей реструктуризації компанії при визнанні неефективною угоди M&A використовують залежність (5):

$$K_{л} = \Psi(X_1, X_2, \dots, X_5) \quad (5)$$

Пропозиції авторів щодо експертної оцінки значущості факторів наведено в табл. 1.

Таблиця 1

Обґрунтування знижки за неліквідність бізнесу, % до вартості бізнесу
(розроблено авторами)

Характеристика бізнесу	Експертна оцінка характеристики за 100-бальною шкалою	Оцінки $k_{л}$ для стратегічного покупця	Оцінки $k_{л}$ для фінансового покупця
1. Фінансова стійкість	– висока, 0–10 балів; – нормальна, 11–50; – низька, 51–100	0,0 2,0 6,0	0,0 2,0 10,0
2. Ліквідність основних активів	– активи ліквідні, 0–10; – активи неліквідні, 11–100	0,0 1,0	0,0 5,0
3. Перспективи зростання	– вище ринкових, 0; – відповідають ринковим, 1–30; – нижче ринкових, 31–100	0,0 1,0 5,0	0,0 2,0 10,0
4. Розмір компанії (річний дохід)	– вище \$100 млн., 0; – від \$25 млн. до \$100 млн., 1–30; – менше ніж \$25 млн., 31–100	0,0 2,0 3,0	0,0 2,0 3,0
5. Розмір пакету придбання (частки)	– контрольний, 0–10; – блокуючий, 11–30; – міноритарний, 31–100	0,0 3,0 10,0	0,0 3,0 7,0
Мінімум/максимум		1,0/25,0	1,0/35,0

Рекомендовані межі експертної оцінки факторів неліквідності засновані на тому, що, по-перше, вплив неліквідності для фінансового покупця є більш значущим, ніж для стратегічного; по-друге, максимальний ступінь впливу неліквідності відповідає стабільним емпіричним значенням (35%). Для кількісної оцінки впливу ліквідності придбаного бізнесу на результативність реструктуризації об'єднаної компанії використані наступні припущення:

- термін прийняття рішення про визнання об'єднання бізнесів недоцільним і продажу придбаних дорівнює двом рокам;
- активи продаються за ціною придбання (A_0), скоригованою на їх ліквідність (k_L), і не приносять протягом двох років прибутку.

Втрати компанії-покупця на купівлю-продаж бізнесу непублічної компанії за цих припущень можна висловити так:

$$\Delta A = A_0 \times (1 + R_{\text{бр}})^2 \times k_L \quad (6)$$

Відносне зниження вартості об'єднаної компанії внаслідок придбання неліквідного бізнесу (компанії Б або її активів) дорівнює:

$$\Delta PV = \frac{\Delta A}{(PV_A + PV_B)} \quad (7)$$

Розрахунок регресійних залежностей з урахуванням наведених вище положень дозволив би більш повно відобразити процес формування премії за ліквідність. Але його проведенню в даний час перешкоджає відсутність репрезентативної вибірки достовірної інформації щодо вартості та умови угод з непублічними підприємницькими структурами.

Висновки і перспективи подальших розробок. У складних реаліях сучасного світу інтеграційні процеси в АПК є найбільш перспективним напрямком зростання рівня конкурентоспроможності вітчизняних підприємств, єдиним способом залучення коштів для розширеного відтворення та підтримки необхідних для розвитку проектів. Однак, ефективність угод злиття та поглинання на вітчизняному ринку досить низька внаслідок невідповідності інструментарію управління вартістю бізнесу, що використовується в процесі інтеграції, особливостям функціонування та розвитку підприємств АПК.

У результаті проведеного монографічного дослідження авторами було виділено низку проблем щодо оцінювання бізнесу непублічних структур, які потребують розробки теоретичного та методологічного підґрунтя: необхідність оцінки бізнесу об'єднаної (нової) структури; неможливість передбачити зміну ринкової ситуації в галузі після процедури об'єднання; ризики неузгодженості бізнесу; різноманіття угод М&А за участю непублічних підприємницьких структур.

Розроблено теоретичне обґрунтування інструментарію оцінки вартості бізнесу непублічних компаній для цілей ринку М&А в напрямку формування способів оцінки і прогнозування грошових потоків об'єднаної компанії з урахуванням синергетичних ефектів; формування способів оцінки і прогнозування ризиків об'єднаної компанії з урахуванням ризиків угоди, інтеграції та ризику погіршення стану зовнішнього середовища внаслідок реакції конкурентів.

Запропоновано підхід до визначення знижок за рівень ліквідності бізнесів-цілей в операціях злиттів і поглинань, який надає можливість варіативної оцінки знижки з урахуванням поточної та прогнозованої ситуації щодо результативності інтеграційного процесу.

Подальше дослідження передбачає розробку авторами методу оцінки впливу розміру придбаного пакета акцій (частки власності) непублічної структури на доходи підприємця з метою найбільш адекватного та ефективного управління вартістю в інтеграційних процесах на підприємствах АПК.

Література

1. Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. – 720 с.
2. Коупленд Т., Колер Т., Мури Дж. Стоимость компаний. Оценка и управление / под ред. Т. Коупленда. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 569 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. – 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1324 с.
4. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: полный курс в 2 т. / пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. – СПб.: Экономическая школа, 1998. – Т. 1. – 497 с.; Т. 2. – 669 с.
5. Зви Б., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций. – М.: Вильямс, 2004. – 984 с.
6. Мерсер К., Хармс Т. Интегрированная теория оценки бизнеса. – М.: Маросейка, 2008. – 294 с.
7. Penman S., Sougiannis T. A comparison of dividend, cash flow and earnings approaches to equity valuation // *Contemporary Accounting Research* 15, Fall, 1998. – Pp. 343–383.
8. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств: монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
9. Шевчук В., Корягін М. Теоретико-методологічні засади оцінки вартості підприємства // *Економіст*. – 2012. – № 10. – С. 58–60.
10. Петраш О. П. Управління вартістю: сучасні методи оцінки ефективності інвестиційного проекту девелопера. URL: https://drive.google.com/file/d/0BwKoeQ7_rduSQUNMZjZ4VmJxd3M/view.

References

1. Ross, S., Vesterfeld, R., Dzhordan, B. (2001). *Base of corporate finance [Osnovy korporativnykh finansov]*, Laboratoriya bazovykh znaniy, Moskva, 720 s. [in Russian]
2. Kouplend, T., Koller, T., Murrin, J. (2005). *The company value. Valuating and management. Ed. by T. Kouplend [Stoimost kompanii. Otsenka i upravlenie; pod red. T. Kouplenda]*, Olimp-Biznes, Moskva, 569 s. [in Russian]
3. Damodaran, A. (2004). *Investment valuation: tools and methods for valuing any assets. 3rd ed. Trans. from Eng. [Investitsionnaya otsenka: instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov; 3-e vyd.; per. s angl.]*, Alpina Biznes Buks, Moskva, 1324 s. [in Russian]
4. Brigham, Yu., Gapenski, L. (1998). *Financial management: in 2 vol. Trans. from Eng. V. V. Kovalev [Finansovyy menedzhment: v 2 t.; per. s angl. V. V. Kovaleva]*, Ekonomicheskaya shkola, Sankt-Peterburg, T. 1., 497 s.; T. 2., 669 s. [in Russian]
5. Zvi, B., Kein, A., Marcus, A. (2004). *Principles of investment [Printsipy investitsiy]*, Vilyams, Moskva, 984 s. [in Russian]
6. Merser, K., Kharms, T. (2008). *Integrated theory of business valuation [Integrirovanaya teoriya otsenki biznesa]*, Maroseyka, Moskva, 294 s. [in Russian]
7. Penman, S., Sougiannis, T. (1998). *A comparison of dividend, cash flow and earnings approaches to equity valuation, Contemporary Accounting Research* 15, Fall, pp. 343–383.
8. Mendrul, O. G. (2002). *Value management of enterprises: monograph [Upravlinnia vartistiu pidpriemstv]*, KNEU, Kyiv, 272 s. [in Ukrainian]
9. Shevchuk, V., Koryagin, M. (2012). *Theoretical and methodical bases of enterprise valuation [Teoretyko-metodolohichni zasady otsinky vartosti pidpriemstva]*, Ekonomist, No. 10, s. 58–60 [in Ukrainian]
10. Petrash, O. P. *Value management: modern methods for evaluating the efficiency of an investment project of a developer [Upravlinnia vartistiu: suchasni metody otsinky efektyvnosti investytsiinoho proektu developera]*. URL: https://drive.google.com/file/d/0BwKoeQ7_rduSQUNMZjZ4VmJxd3M/view [in Ukrainian]

Стаття надійшла до редакції 29.05.2017.