

ДОСЛІДЖЕННЯ ЧИННИКІВ, ЩО ОБҐРУНТОВУЮТЬ ДОЦІЛЬНІСТЬ ІНТЕГРАЦІЇ ТА ВИЗНАЧАЮТЬ ВАРТІСТЬ КОМПАНІЇ У МІЖНАРОДНИХ УГОДАХ M&A

В статті розглянуто чинники, що обґрунтовують доцільність інтеграції та визначають вартість компанії у міжнародних угодах M&A. Доведено, що міжнародні угоди мають більший потенціал через виникнення додаткових переваг за рахунок масштабів угод, міжнародної експансії, доступу до широкого спектру ресурсів, досягнення додаткових синергетичних ефектів. Обґрунтовано доцільність використання кількох методів оцінки вартості компанії при здійсненні інтеграції та угод M&A з урахуванням міжнародної специфіки.

The factors that cause the appropriateness of integration and determine the cost of the company in international agreements of M&A are considered in the article. It is proven that international agreements have greater potential because of additional advantages due to the volumes of agreements, international expansion, and access to the wide spectrum of resources, achievements of additional synergistic effects. The usage of several methods of cost estimation of the companies during the integrations accomplishment together with M&A agreements are validated taking into account an international specific.

Сучасні тенденції розвитку економіки характеризуються стрімким поширенням процесів глобалізації та інтеграції, активізацією ринку злиття і поглинань (M&A) як в Україні так і у світі.

Теоретико-методичні засади формування та розвитку інтегрованих структур (IC), їх переваги перед іншими організаційними формами суб'єктів економічних відносин, проблеми аналізу вартості компаній при злитті і поглинаннях, питання оцінки доцільності та ефективності угод M&A розглядає значна кількість вітчизняних та зарубіжних авторів [1-10].

Проте, не зважаючи на широке коло висвітлених проблем, існують питання, що потребують подальшого дослідження. До дискусійних та проблемних питань відносяться, зокрема, оцінка вартості компанії як з боку покупця, так і продавця, визначення та оцінка синергетичного ефекту, узгодження стандартів оцінки та фінансової звітності вітчизняних та іноземних компаній, міжнародний аспект інтеграції та інші питання.

Метою даного дослідження є визначення факторів, що обґрунтовують доцільність інтеграції та впливають на вартість компаній при злитті і поглинаннях (зокрема при міжнародних M&A).

Термін «інтеграція» походить від латинського *integratio*, що означає об'єднання в ціле будь-яких частин, возз'єднання, відновлення.

У широкому сенсі під інтеграцією розуміють посилення економічних і виробничих зв'язків між різними країнами, окремими сферами і суміжними галузями, а також між різними підприємствами, організаціями та іншими суб'єктами ринку.

П.Т. Саблук вказує на те, що терміном «інтеграція» охоплюється широка низка різноманітних економічних явищ та процесів зближення, пристосування, узгодження діяльності та об'єднання підприємств й підприємців за для стабілізації ринкового середовища та підвищення на цій основі результатів господарювання [8, с.179].

Інтеграція дає можливість формувати взаємовигідні відносини, що об'єднують зусилля самостійно функціонуючих компаній, підприємств, організацій, спрямованих на створення єдиної цілісної системи з метою забезпечення циклу «наука – інноваційні розробки – інвестиції – виробництво

сировини – переробка сировини – виготовлення кінцевого продукту – збут – споживання». Інтеграція дозволяє забезпечити доступ до технологічних інновацій, знизити інформаційні витрати, підвищити ефективність розкриття потенціалу наявних ресурсів, подолати незбалансованість галузевих технологічних ланцюгів через утворення інтегрованих структур.

Класифікація інтеграційних процесів відбувається за різними ознаками:

- різновид інтеграції (вертикальна, горизонтальна, конгломератна);
- глибина інтеграційних процесів (внутрішньогосподарські, міжгосподарські, міжгалузеві);
- форми інтеграції (повна, контрактна, акціонерна, кооперативна, партнерська, громадська);
- географічна ознака угод та ІС (локальні, регіональні, національні, міжнародні, транснаціональні, глобальні);
- види об'єднань (асоціації, корпорації, консорціуми, концерни, холдинги, промислово-фінансові групи);
- характер об'єднання (дружнє, вороже);
- національна ознака (в межах національної економіки та інтернаціональні (міжнародні));

Сьогодення розвитку економік актуалізує дослідження інтеграційних процесів та угод M&A на міжнародному рівні. Під міжнародними розуміються такі угоди, участь в яких приймають компанії, що знаходяться в різних державах. Подібні угоди мають більший потенціал ніж внутрішні (національні), через виникнення додаткових переваг за рахунок масштабів угод, міжнародної експансії, доступу до широкого спектру ресурсів, досягнення додаткових синергетичних ефектів тощо.

Вважаємо на потрібне наголосити, що головною перевагою міжнародних угод є не просто придбання компанії за кордоном, а саме доступ до ресурсів. Тобто, найбільш вигідним об'єктом придбання виступатиме компанія, що має якомога більший доступ до різних ресурсів, особливо на міжнародному рівні. При цьому можна виділити три позитивні аспекти:

- отримання власності на ресурси;
- переваги від територіального розміщення ресурсів, розташування активів та сфер впливу;
- розширення організаційних можливостей (у цільовій компанії з'являються нові перспективи щодо координації діяльності з інформаційного обміну, що сприяє як розвитку компанії, так і інтеграційному процесу).

Таким чином, потенційні позитивні ефекти від подібних угод міжнародних інтеграційних процесів докладно умовно структурувати:

- ефекти від самої інтеграції та угод M&A (наприклад, операційні синергії від економії на управлінні компанією, ефект масштабу, доступ до додаткових ресурсів, покращення кредитоспроможності тощо);
- переваги від доступу до ресурсів на міжнародному рівні (переваги власності та від територіального розміщення активів та сфер впливу, організаційні як досвід координації, наявність нематеріальних активів тощо).

Більш докладний розгляд переваг демонструє доцільність зміщення акценту з придбання компанії в конкретній країні на купівлю компанії, що має широкий спектр ресурсів в певній країні або країнах.

По-перше, придбання компанії передбачає врахування переваги доступу до власності, тобто права володіння щодо користування та розпорядження активами. Функціонування компанії на зарубіжному ринку та створення транснаціональних компаній дозволяє одержати доступ не лише до матеріальних ресурсів, але і до нових технологій, отримати маркетингові та організаційні переваги,

інституціональні зв'язки з партнерами та державними установами. Існує концепція, розроблена Дж. Метьюсом, згідно якої ефективнішою у даному контексті є не стратегія злиття і поглинання, а укладання договорів на міжнародній основі та формування корпоративних альянсів, налагодження партнерських відносин, оскільки це дозволяє досягти того ж ефекту з меншими витратами [10].

По-друге, існують та можуть позитивно впливати на ефективність угоди переваги розташування – місцезнаходження цільової компанії та її інфраструктура. Цільова компанія являє собою організацію, що має набір ресурсів та навички й напрацювання щодо їх ефективного використання. А також інноваційні маркетингові стратегії, новітні технології, зв'язки у бізнес-співтоваристві тощо. При цьому важливим є не країна походження компанії-мети (вона може співпадати з країною ініціатором інтеграції), а міжнародна інфраструктура цільової компанії.

По-третє, важливою є наявність організаційних навичок з координації бізнес-процесів на міжнародному рівні, що значно полегшує інтеграцію та підвищує її ефективність.

Виявлення та аналіз чинників, які необхідно враховувати при міжнародній інтеграції, особливості оцінки компаній при здійсненні таких угод на сьогодні є предметом підвищеної зацікавленості зі сторони західних дослідників. В той же час, у вітчизняній літературі ці проблеми практично не висвітлені, не зважаючи на досвід українських компаній щодо укладання подібних угод.

Серед основних чинників, що впливають на вартість оцінюваної компанії та ефективність міжнародної інтеграції, необхідно відзначити наступні:

- фінансова політика та рівень оподаткування в країні (ставка податку на прибуток, податок на майно або їх еквіваленти в інших країнах, специфічні податки, прогноз їх зміни);
- антимонопольне законодавство (оцінка ризику накладання штрафів, ліквідації бізнесу, дострокового припинення дії ліцензії на здійснення певної діяльності);
- законодавство щодо трансфертного ціноутворення, митних тарифів та пільг;
- відмінності в системах бухгалтерського обліку та стандартах складання звітності (необхідно враховувати, що фінансові показники цільової компанії в консолідованій звітності або звітності, яка використовувалася з метою оцінки (наприклад, US GAAP), можуть кардинально відрізнятися від показників звітності по стандартах країни її резиденції, що може привести до додаткових податкових виплат або економії);
- доступність кредитних ресурсів, відсоткові ставки по різних видах коротко- і довгострокових позик;
- ціни на ресурси (матеріали, оплата послуг, енергія тощо);
- ціноутворення (цінова конкуренція, політика ціноутворення, контроль держави щодо формування ціни, ціна реалізації продукції);
- стан споживчого ринку (ємність ринку, рівень конкуренції, співвідношення попиту та пропозиції, доходи населення, особливості споживчої культури, можливість зміни обсягів реалізації);
- стан ринку праці (рівень оплати праці в країні, рівень кваліфікації робочої сили, наявність працездатного населення, особливості трудового законодавства);
- рівень інфляції та його прогнозні значення, стійкість національної валюти, ризики девальвації національних валют;
- стан фондового ринку (юридичні та кон'юнктурні особливості);
- досвід та культура проведення угод M&A в країні (найбільший досвід мають США, Великобританія та інші європейські країни: згідно дослідження результативності угод M&A, проведеного групою "КПМГ", при участі компанії з Великобританії угоди завершуються вдало на 32 %,

за участю компанії із США – на 23 %. І лише одна з десяти угод, в якій не задіяна компанія жодної з цих країн, виправдовує очікування учасників [9]).

Зазначені чинники необхідно враховувати при оцінці ризику країни. Необхідно підкреслити, що визначені та інші подібні чинники можуть відігравати подвійну роль при інтеграції та здійсненні угод М&А.

З одного боку, окремі чинники можуть безпосередньо бути мотивом інтеграції та угоди М&А, наприклад, очікування значного синергетичного ефекту від приєднання компанії в результаті вигідного використання податкового законодавства країни, де знаходиться компанія-мета або компанія-ініціатор, використання дешевої кваліфікованої робочої сили в країні цільової компанії.

З іншого боку, безліч інших чинників, які не є мотивом інтеграції, але здатні здійснити істотний вплив на можливість проведення угоди, вартість компанії, ефективність інтеграції. Ці чинники необхідно виявляти після визначення мотивів інтеграції для їх включення в модель оцінки компанії-мети.

При цьому не всі чинники можуть бути кількісно виміряні та включені в модель оцінки (наприклад, відмінності у накопиченому досвіді та культурі проведення М&А, мовні бар'єри, особливості ведення бізнесу тощо).

У випадках, коли неможливо з достатньою мірою вірогідності оцінити вплив того або іншого фактору на грошовий потік компанії і, відповідно, її вартість, доцільно застосовувати експертну оцінку. Проте відмітимо, що бажано якомога більшу кількість чинників врахувати безпосередньо для точності оцінки та визначення доцільності міжнародної інтеграції.

Існує значна кількість методів оцінки вартості компаній при здійсненні інтеграції та угод М&А з урахуванням міжнародної специфіки [2, 4-6]. Серед найбільш розповсюджених методів розрахунку сьогодишньої вартості передбачуваних синергетичних ефектів та загальної вартості інтегрованої структури доцільно відзначити:

- зіставлення вартості ІС з урахуванням синергетичних ефектів та вартостей кожної компанії окремо;
- оцінка та дисконтування кожного із передбачуваних синергетичних ефектів;
- використання умовної (наприклад, імітаційної) моделі: включення в модель можливості коригувань початкових чинників вартості та порівняння інвестиційної вартості компанії до врахування синергетичних ефектів та після їх обрахунку.

З теоретичної точки зору, усі методи повинні давати однакові результати. Проте на практиці, при прогнозуванні та побудові імітаційних моделей, різні методи можуть давати відмінні результати або отримані результати можуть мати несхожу чутливість до різноманітних чинників та початкових даних моделі. Тому використання кількох методів дозволить виявити можливі помилки та підвищити точність оцінки.

Трансформація умов господарювання обумовлює потребу розширення інтеграційної співпраці, зростання угод М&А та кількості різноманітних форм інтеграційної контрактиції, збільшення інтеграційних структур, кластерних утворень та стратегічних альянсів як на національному, так і на міжнародному рівні. Особливості реалізації інтеграційних процесів та угод М&А на міжнародному рівні потребують подальшого дослідження потенційних позитивних ефектів та комплексної оцінки факторів, що обґрунтовують доцільність та впливають на ефективність інтеграції.

Літературні джерела.

1. Ареф'єва О. В. Формування стратегії функціонування і розвитку інтегрованих виробничих систем / О. В. Ареф'єва // Економіка і управління. – 2004. – №9. – С. 23-31.

2. Галпин Т. Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний : Методы и процедуры интеграции на всех уровнях орг. иерархии. / Тимоти Дж. Галпин, Марк Хэндон; [Пер. с англ. и ред. Э.В. Кондуковой] – М.; СПб.; К.: Вильямс, 2005. – 237 с. – Библиогр.: с. 235-237.
3. Горбатов В. М. Конкурентоспособность и циклы развития интегрированных структур бизнеса / В. М. Горбатов. – Х.: ИНЖЕК, 2006. – 592 с. – Библиогр.: с. 420-444.
4. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компаний. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы / Дональд Депамфилис; [пер. с англ.]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 960 с.: ил.
5. Ендовицкий Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: [научное издание] / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М.: КНОРУС, 2010. – 446 с.
6. Иванов Ю. В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса / Ю. В. Иванов. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 244 с. – Библиогр.: с. 237-244.
7. Пилипенко А.А. Стратегічна інтеграція підприємств: механізм управління та моделювання розвитку: Монографія. – Х. : ВД «ИНЖЕК», 2008. – 408 с.
8. Формування та функціонування ринку агропромислової продукції (практичний посібник) / За ред. П.Т. Саблука. – К.: ІАЕ, 2000. – 556с.
9. Unlocking shareholder value: the keys to success. Огляд аудиторсько-консалтингової компанії "КПМГ", 1999. – 21 с. [Електронний ресурс] – Режим доступу : www.kpmg.ru
10. Mathews J. A resource - based view of Schumpeterian economic dynamics, 2002. – 26 p. [Електронний ресурс] – Режим доступу : www.gsm.mq.edu.au/faculty/home/john.mathews