

НАПРЯМКИ ОЦІНЮВАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ОБ’ЄКТА ДЛЯ ПОГЛИНАННЯ

© Глинська Г.Я., 2007

Розглянуто український та зарубіжний досвід здійснення оцінки вартості підприємства. Описано Due Diligence як ключовий елемент процесу купівлі компаній на Заході. Проаналізовано найбільш поширені методи оцінки українського підприємства. Визначено фактори, які впливають на ринкову вартість підприємства. Досліджено основні показники, які використовуються під час оцінювання вартості підприємства.

The ukrainian and foreign experiences of the value’s appreciation of the enterprise are reviewed. The Due Diligence as the main element of the buying enterprise’s process at the international market have been described. The most popular methods of the ukrainian enterprises valuation have been analyzed. The factors influencing on the market’s value of the enterprise have been defined. The main indicators using in value’s appreciation of the enterprise have been researched.

Постановка проблеми. Проблема зростання підприємства рано чи пізно постає перед багатьма власниками. Частина з них вирішує проблему, залучаючи позику або акціонерний капітал, інші зливаються зі стратегічним інвестором, треті просто розлучаються з бізнесом.

Питання вартості підприємства стає особливо актуальним, коли йдеться про глобалізацію бізнесу – злиття, поглинання, альянси. Справедлива оцінка компанії дуже важлива, оскільки причини невдач у більшості випадків злиття чи поглинання полягали в тому, що покупці значно переплачували за придбані компанії, переоцінювали потенційні вигоди від поглинання та неефективно здійснювали процес об’єднання підприємств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Аналізуючи останні дослідження та публікації, в яких розглядається поставлена проблема, можна стверджувати, що підготовку до злиття чи поглинання потрібно починати з всебічної оцінки і аудиту компанії по усіх напрямках – від фінансових показників і стратегій до персоналу, корпоративної культури та юридичних аспектів. Наслідки поверхневого аудиту і оцінки можуть обернутись відчутним подорожчанням та ускладненням процесу злиття [1].

Дослідження PricewaterhouseCoopers дали змогу зробити висновки, що успішність процесів злиття підприємств зростають при:

- здійсненні попередньої фінансової оцінки синергічного ефекту від угоди – на 24 %;
- оцінюванні репутації (Due Diligence) компанії-цілі – дослідження ринкового середовища, оцінюванні ризиків, оцінюванні компетентності менеджерів тощо – на 14 %;
- розробленні плану проведення інтеграції – на 15 % [2].

Оцінювання вибраної компанії-цілі – важливий етап в процесі планування злиття. Внаслідок неправильної оцінки об’єкта поглинання може відбутися переоцінка синергічного ефекту від злиття, і, як наслідок, невдале злиття.

Необхідний реалістичний підхід до оцінювання компанії, яку купують. Ззовні дуже привабливий об’єкт може виявитись не таким хорошим. Традиційний метод з’ясування реального стану речей – проведення діагностики об’єкта придбання. За результатами перевірки інвестор знатиме багато, якщо не все – від фінансового стану до податкових та інших ризиків.

Отже, частина причин невдалого злиття криється в помилкових фінансових розрахунках і ринкових оцінках або загалом в неправильному стратегічному виборі партнера для злиття. Інша причина невдач пояснюється помилками процесу проведення інтеграції і недостатньою увагою до проблеми, пов'язаної з людськими ресурсами компаній, що об'єднуються [3, 4].

Зарубіжний досвід доводить, що насамперед під час планування злиття чи поглинання необхідно не лише ретельно відпрацювати технологічні та юридичні проблеми, але й намагатися здійснити оцінку ефективності рішення про придбання компанії, провести оцінку її вартості, проаналізувати гармонізацію рішень щодо поглинання зі стратегією бізнесу, а також ефективність управління бізнесом після того, як поглинання відбулося.

Формулювання цілей статті. Основними цілями статті є дослідити український та зарубіжний досвід здійснення оцінки вартості підприємства з метою його поглинання. Описати Due Diligence як ключовий елемент процесу купівлі компаній на Заході. Визначити основні методи оцінювання фінансового стану та ринкової вартості підприємств в Україні, проаналізувати необхідну інформацію для їх здійснення. Визначити основні чинники, що впливають на доцільність прийняття рішення щодо злиття підприємств.

Виклад основного матеріалу. В Україні обсяг угод зі злиття підприємств ще не досяг таких масштабів, як за кордоном. Проте очевидним є те, що українським підприємствам не уникнути тенденції до концентрації капіталу, якщо вони хочуть бути конкурентоспроможними як на державному, так і на міжнародному рівні.

Однією з основних відмінностей між дружнім та ворожим поглинанням є доступ до інформації компанії-цілі. За дружньої угоди покупець і цільова компанія можуть співпрацювати, що означає надання компанією-ціллю детальної фінансової інформації покупцю. Якщо компанія згідна з поглинанням, підписується попередня домовленість про плановану угоду й отримується доступ до внутрішньої інформації. Як правило, підписують угоду про конфіденційність, нерозголошуваність інформації.

Здійснюється Due Diligence – юридична і фінансова перевірки бізнесу як об'єкта майбутніх інвестицій. Основна ціль процедури – виявлення юридичних і фінансових ризиків, пов'язаних з інвестиціями в певний бізнес, створення думки про ступінь легальності бізнесу і його активів, надання рекомендацій зі зниження визначених ризиків інвестування і формування організаційно-правової структури бізнесу. Під час юридичної перевірки з'ясовують, чи існують корпоративні ризики: сумнівна заборгованість, кредитори, чи можна отримати гроші з дебіторів. Внаслідок фінансово-економічного аналізу, до якого входить елементарний аудит, оцінка адекватності та повноти інформації, з'ясовується наскільки фінансовий звіт відображає стан справ у компанії. Проводиться технічна перевірка відповідності потужностей і стану обладнання заявленим [2].

В межах Due Diligence, як правило, подають стандартний набір даних:

- загальні відомості про підприємство: виписка про реєстрацію, дані про керівництво, структура підприємства;
- дані про майновий стан та зобов'язання підприємства: перелік матеріальних і нематеріальних активів, інформація про коротко-, середньо- і довготермінові зобов'язання (з врахуванням боржників і кредиторів, відсоткові ставки, терміни платежу);
- бухгалтерська звітність: річні та квартальні баланси, звіти про прибутки;
- інші договірні зобов'язання: договори в межах компанії, орендні договори, угоди з клієнтами, постачальниками;
- дані про юридичні процеси (громадські, трудові, адміністративні).

І покупець, і цільова компанія повинні провести свій власний аналіз для того, щоб визначити, скільки коштує компанія-ціль. Часто акціонери навіть приблизно не уявляють вартості свого бізнесу, коли виходять до потенційного покупця з пропозицією продажу. Вкладникам акцій компанії, яка поглинається, слід прийняти пропозицію, якщо запропонована ціна акцій перевищить

існуючу величину грошових надходжень, яку вони очікують отримати в майбутньому, коли компанія буде функціонувати як незалежна. Коли ж компанія-ціль вважатиме, що вартує значно більше, ніж готовий заплатити покупець, то дружня угода може бути неможливою [3].

Якщо в розвинених країнах помилки в оцінці вартості компанії, що поглинається, є доволі поширені, то в Україні часто спостерігається просто зневага до адекватної оцінки. У кращому випадку для оцінки підприємства використовують ринкові мультиплікатори. Однак за існуючої якості фінансової звітності та за відсутності адекватної порівнюваної інформації такі методи часто призводять до негативних наслідків. Аналіз дисконтованих грошових потоків майже ніколи не використовується, у той час, як саме він, принаймні у випадках, коли йдеться про значні обсяги угоди, може дати реальну оцінку вартості і бути інструментом управління та контролю після здійснення поглинання.

Розповсюдженою є практика, коли питання оцінки вартості підприємства під час злиття покладаються цілком на зовнішнього експерта (в особі банку, інвестиційної компанії, консультанта). Такий підхід здебільшого є правильним та ефективним, але тільки тоді, коли інвестор розуміє і розділяє підходи, які використані експертом, та коли його оцінка не лише зводиться до оформлення звіту, але і є інструментом прийняття правильних управлінських рішень.

На вартість підприємства впливає декілька факторів. Умовно їх можна поділити на:

- ринкові (обсяг ринку, репутація компанії, бренди);
- фінансові (динаміка активів, їх ліквідність і дохідність);
- виробничі (інновації, технології, персонал).

Найбільш поширені методи оцінки бізнесу поділяють на три групи:

1. Ринковий підхід або метод порівняльних угод.
2. Майновий підхід або метод оцінки по активах.
3. Дохідний підхід або метод оцінки по дисконтованих грошових потоках.

Професійно оцінити бізнес і аргументовано відстояти свою оцінку можна, використавши три вказані методи.

Ринковий підхід ґрунтується на виконанні двох методів: методу аналізу аналогічних підприємств та методу аналогічних придбань. Метод аналізу аналогічних підприємств ґрунтується на ринковій капіталізації підприємств-аналогів і дає змогу на основі ринкових даних визначити ймовірну величину ринкової капіталізації для бізнесу за умови, якщо цей бізнес є акціонерним товариством, акції якого знаходяться у відкритому продажі. Згідно з методом аналогічних придбань потрібно проаналізувати аналогічні за змістом угоди, які зустрічались, якщо про них є достовірна інформація [5].

Майновий підхід ґрунтується на акумуляції активів підприємства з їх оцінкою по ринковій, балансовій або ліквідаційній вартості. При використанні методу оцінки активів вартість підприємства визначається вартістю всіх його активів за вирахуванням зобов'язань. Сума вартості активів розглядається як сума двох складових – вартості матеріальних активів і гудвілу.

Наведемо основні показники, які використовуються при оцінюванні вартості підприємства:

1) показник ліквідності показує здатність підприємства взяти на себе короткотермінові зобов'язання – це відношення оборотного капіталу до поточних зобов'язань;

2) показники рентабельності характеризують ефективність управління підприємством. Дохід від продажу – відношення обсягу продажу до власного капіталу. Прибуток на вкладений капітал – відношення чистого прибутку після вирахування податків до балансової вартості підприємства. Прибуток на власний капітал – відношення чистого прибутку після сплати податків до власного капіталу підприємства;

3) господарські показники показують наскільки раціонально підприємство використовує свої ресурси. Оборотність запасів – відношення обсягу продажу до середнього рівня запасів. Оборотність капіталу – відношення обсягу продажу до балансової вартості підприємства;

4) показники заборгованості визначають частку позичених коштів в структурі капіталу. Відношення заборгованості до капіталу – це сукупна заборгованість до балансової вартості підприємства [4].

Для проведення розрахунків необхідно визначити справедливую ринкову вартість компанії-цілі. Найкращою оцінкою для цього може бути загальна поточна ринкова вартість усіх емітованих акцій. Але ця оцінка буде справедливою для ліквідних фондових ринків, до яких український віднести не можна [6].

Дохідний підхід до оцінки вартості підприємства ґрунтується на двох методах: прямої капіталізації доходу та дисконтування грошових потоків. Дохідний підхід пояснюється тим, що потенційний інвестор не заплатитиме за підприємство суму, більшу, ніж поточна вартість майбутніх доходів за володіння бізнесом. При оцінюванні бізнесу метод прямої капіталізації застосовують порівняно рідко, оскільки відбувається коливання величини грошових потоків з роками [5].

Часто аналіз злиття чи поглинання розпочинають з прогнозу майбутніх потоків грошових коштів компанії, яку планують приєднати. В такий прогноз включають будь-яке збільшення доходу чи зменшення затрат, обумовлене злиттям, потім ці суми дисконтують і порівнюють одержаний результат з ціною купівлі. У цьому випадку очікувана чиста вигода розраховується як різниця дисконтованого потоку грошових коштів компанії-цілі, включаючи вигоди злиття, і грошових коштів, необхідних для здійснення угоди [7].

Щоб внутрішня команда злиття могла приступити до розрахунків, їй потрібно зібрати таку інформацію про компанію-ціль:

- 1) фінансову звітність підприємства за декілька років;
- 2) дані про обсяги виробництва і обсяги продажу;
- 3) дані про теперішні та майбутні капіталовкладення компанії;
- 4) поелементну структуру витрат (амортизація, витрати на оплату праці, транспорт тощо).

Якщо приведена вартість очікуваного від злиття грошового потоку перевищує ціну, яку необхідно заплатити за компанію-ціль, то компанії-поглиначу можна здійснювати купівлю [6].

У цьому випадку аналіз ефективності злиття компаній передбачає:

- 1) прогнозування грошового потоку;
- 2) визначення рівня дисконтної ставки;
- 3) оцінку реальної вартості компанії-цілі;
- 4) порівняльний аналіз отриманих даних.

Використання двох головних концепцій: тимчасової вартості грошей і зв'язку ризику з дохідністю, – дає змогу визначити очікування інвестора як дисконтований вільний грошовий потік, що генерується цим активом у майбутньому:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+i)^t},$$

де FCF – значення вільного грошового потоку в прогнозованому періоді; i – ставка дисконтування; t – інтервал періоду прогнозування [8].

Ця формула може бути використана для оцінки будь-якого активу та компанії загалом.

Перед інвестором, який здійснює оцінку активу, завжди стоїть дві основні проблеми: як правильно зробити прогноз вільного грошового потоку та як врахувати усі можливі ризики, пов'язані з використанням активу або функціонуванням підприємства упродовж періоду прогнозування.

Отже, щоб визначити вартість компанії, що поглинається, необхідно:

- 1) спрогнозувати величину наявних грошових надходжень, які будуть отримані в результаті злиття;
- 2) визначити ставку дисконту для використання її з метою розрахунку очікуваних у майбутньому наявних грошових надходжень [9].

Проте цей підхід не завжди дає об'єктивний результат. Визначена вартість компанії може бути не зовсім “справедливою” через її інформаційну політику, “заховані” активи тощо. Навіть

добре підготовлений аналітик може помилитися в оцінці вартості компанії. Очікувана чиста вигода може бути позитивною не тому, що злиття є ефективним, а тому, що надто оптимістично оцінені майбутні грошові потоки компанії-цілі.

Висновки та перспективи подальших досліджень. В угодах зі злиття і поглинання використовують різні методи оцінки компанії. Але оскільки часто не уся необхідна і достовірна інформація для оцінки вартості є доступною, то у підсумку оцінка вартості компанії є більше мистецтвом, ніж наукою. На практиці використовують декілька методів оцінки для визначення дійсної вартості підприємства.

На Заході вже давно ключовим елементом купівлі компаній є Due Diligence, який дає змогу потенційним покупцям провести якісний аналіз компанії, яку купують. Усі зацікавлені в купівлі під час Due Diligence отримують доступ до стандартного набору даних про компанію.

При оцінці компанії – потенційної цілі поглинання необхідно проаналізувати багато фінансових документів. Покупцю потрібно визначити вартість підприємства для адекватної ціни пропозиції і того, чи відповідає компанія-ціль фінансовим стандартам покупця. Трьома основними фінансовими документами є: баланс, звіт про доходи, звіт про рух грошових коштів.

Підприємство, яке поглинає, переважно аналізує стан кошторисів капіталовкладень та їх окупність для того, щоб довідатись, чи буде перевищувати очікуваний поточний прибуток у вигляді наявних грошових надходжень суму, яка повинна бути сплачена за підприємство, що поглинається, при злитті, і якщо чиста величина прибутку має позитивне значення, то компанія, яка поглинає, може скласти угоду про придбання. Інколи фінансовий аналіз може визначити, що цілі недооцінена, тобто вартість компанії для покупця значно перевищує ринкову вартість компанії-цілі, навіть коли до ціни поглинання додається премія.

Успіх злиття і поглинання залежить не тільки від точності оцінки придбаного бізнесу та інших фінансових аспектів угоди, але й від того, наскільки вдало здійснюється управління внутрішньоорганізаційними процесами в компаніях, що об'єднуються.

Перспективи подальших досліджень пов'язані з формуванням вихідної об'єктивної інформації для переговорів під час злиття чи поглинання підприємств, визначенням факторів, що впливають на ціну угоди, та забезпеченням ефективного планування інтеграційного процесу об'єднання підприємств.

Як показує досвід, навіть детально сплановане злиття не дає змоги передбачити і попередити всі проблеми, які виникають в процесі інтеграції. Особливо це стосується питань, пов'язаних з людськими ресурсами компанії, найбільш чутливими до змін внутрішнього середовища.

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. *Стоимость компании: оценка и управление.* – М.: Олимп-Бизнес, 1999. 2. Галпин Тимоти Дж., Хэндон Марк. *Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний.* – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. 3. Гохан Патрик А. *Слияния, поглощения и реструктуризация компаний.* – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 4. Хизрич Роберт, Питерс Майкл. *Предпринимательство, или как завести собственное дело и добиться успеха.* – М., 1992. 5. Посібник з оцінки бізнесу в Україні / За ред. Я.І. Маркуса. – К.: Міленіум, 2004. 6. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. *Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием.* – М.: Финансы и статистика, 2000. 7. Владимирова И.Г. *Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент в России и за рубежом.* – 2002. – №1. 8. Никонова И. *Сколько стоит компания? // Менеджмент и менеджер.* – 2003. – №11–12. 9. Брігхем С.Ф. *Основи фінансового менеджменту.* – К.: Видавництво “Молодь”, 1997.