

ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАНЬ: УДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТРУМЕНТАРІЮ ОЦІНКИ

МОМОТ Т. В.

доктор економічних наук

ВЕЛИЧКО К. Ю.

здобувач

ЯКОВЛЄВ П. О.

здобувач

Харків

У міжнародній практиці угоди по злиттях і поглинаннях серед компаній є одним із головних інструментів стратегії форсованого розвитку бізнесу. Так, за даними агенції Thomson Reuters у 2010 р. світовий ринок злиттів і поглинань (M&A) вперше зростає з 2007 р., а загальний обсяг угод досягне 2,25 трлн дол. США, що на 20% більше від попереднього результату. При цьому, за попередніми підрахунками, на ринках, що розвиваються, було укладено угод на суму 378 млрд дол. США, а доля таких ринків у світовому обсязі M&A становила 17%, що є абсолютним рекордом цього десятиріччя. В Україні здійснено угод M&A на суму 8 млрд дол. США, що складає всього 2% від загальної суми угод, що здійснено на ринках, які розвиваються, або лише 0,3% від загальносвітового обсягу ринку M&A. На початку 2010 р. аналітики більшості інвестиційних компаній не прогнозували бурхливого зростання ринку злиття та поглинань. Стримуючим фактором за оцінками аналітиків вважалося розходження в оцінці вартості бізнесу власниками компаній та очікуваннями інвесторів. Тому

актуальним є систематизація сучасних підходів до оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання в процесі злиття та поглинань.

Метою даної статті є узагальнення існуючих суб'єктів господарювання та розробка напрямків удосконалення інструментарію її оцінювання.

Проблемам оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання присвячені роботи багатьох учених. У нашій країні широко відомі праці таких економістів, як Десмон Гленн М., Коллер Т. [1], Коупленд Т., Муррін Д., Ордуэй Н. [2], Пратт Ш. П. [3], Ріс Річард П. [4, 5], Фридман Дж. [6], Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп та ін. [7], які освітили у своїх працях проблеми оцінки вартості компаній. У роботах Мерзликиной Г. С. [8], Ревуцького Л. Д. [9], Шаховської Л. С. та ін. розроблено підходи до оцінки виробничого, економічного і фінансового потенціалу. Проте, отримані результати не були спрямовані на вирішення проблеми оцінки бізнесу як фактора підвищення інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання.

У практиці діяльності зарубіжних компаній, а останніми роками і в країнах СНД, традиційним підходом до оцінки інвестиційної привабливості підприємств є використання рейтингового підходу [15]. Проте, головними методологічними проблемами при використанні цього підходу є: по-перше, обґрунтування системи локальних показників для всебічної характеристики інвестиційної привабливості різних підприємств, по-друге, вибір адекватного методу розрахунку рейтингу.

Таким чином, як свідчать проведені дослідження, традиційно інвестиційна привабливість підприємства розглядається як функція його фінансового стану.

Не приділяється достатньої уваги таким факторам, як техніко-технологічний рівень виробництва, його інтелектуальний, кадровий, інноваційно-інвестиційний потенціали, темпи економічного зростання, конкурентні позиції на ринку, тощо. Розрахунки переважно обмежуються ретроспективним аналізом, який висвітлює той стан, що мав місце в попередньому періоді. Найбільш поширеними для розрахунку рейтингу інвестиційної привабливості підприємства залишаються методи факторного і таксономічного аналізу.

За дослідженнями Центру досліджень ринку злиттів і поглинань (*Mergers and Acquisitions Research Center, MARC*) Україна поки що не готова до проведення масових угод М&А. За рейтингом активності ринку М&А Україна посіла 90 місце серед 175 країн, що пов'язано з незадовільним регуляторним середовищем, нерозвиненим ринком цінних паперів, складнощами у банківському секторі та корупцією (табл. 1).

Таблиця 1

Індекс зрілості ринків М&А

Країна	Місце в рейтингу	Індекс
Великобританія	2	1,4
США	3	1,5
Малайзія	23	2,1
Ізраїль	24	2,1
Чилі	26	2,1
Китай	29	2,2
ОАЕ	30	2,2
Польща	34	2,3
Мексика	42	2,5
Бразилія	49	2,7
Росія	52	2,7
Індія	53	2,7
Білорусь	88	3,1
Грузія	89	3,2
Україна	90	3,2

Джерело: CASS MARC M&A Maturity Index

Особливістю року став цілий перелік злиття-концентрацій, коли або один з акціонерів нарощує свою долю, або активи об'єднуються в рамках групи. Найбільше це характерно для банківського сектора. Така тенденція стала прямим наслідком кризи: краще розвивати один більш стабільний бренд у рамках однієї бізнес-галузі. Ще однією ознакою М&А в 2010 р. стала практично повна відсутність покупки компаній за борги.

Багатьма міжнародними дослідниками, серед яких Дженсен, Рубек, Джеорелл, Бриклі, Неттер вивчався вплив процесів злиттів і поглинань на вартість як цільової компанії, так і компанії, що купується. Отримані результати свідчать, що акціонери компанії-цілі при поглинанні є явними переможцями: вони отримують підвищену дохідність не лише під час об'яви про придбання, але й протягом кількох тижнів після того [20, 21].

У міжнародній практиці виділяють чотири основних і не обов'язково послідовних етапи придбання цільової компанії: розробка обґрунтування та стратегії здійснення М&А, вибір компанії-цілі та оцінка її інвестиційної привабливості, визначення ціни компанії-цілі, з припущенням, що залишається попередній управлінський персонал і переоцінка компанії з урахуванням нового менеджменту (різниця між отриманими вартостями дає можливість визначити вартість контролю), придбання шляхом застосування обраного механізму придбання.

Таким чином, необхідною умовою для укладення взаємовигідних угод про злиття чи поглинання вітчизняними компаніями є визначення їх інвестиційної привабливості із застосуванням сучасних технологій оцінки вартості бізнесу.

Першу спробу забезпечити єдиний підхід до оцінки майна державних підприємств було прийнято ще під час СРСР. Офіційним документом, що регламентував порядок оцінки, було Тимчасове методичне положення з оцінки вартості майна державних підприємств, що підлягають викупу (продажу), затверджений Держпланом і Мінфіном СРСР у 1990 р. Рекомендації цього документа базувалися на необхідності, з одного боку, ідентифікації майна, з іншого – на врахуванні фінансового стану підприємства, що оцінюється, перспективи його розвитку та інших факторів, що впливають на оцінку майна. Подібний методичний дуалізм став причиною того, що зазначене положення не отримало широкого застосування. В усіх подальших офіційних документах, що відносяться до активної стадії приватизації, зберігався підхід до оцінки вартості підприємства як майнового комплексу. Так, на законодавчому рівні за ініціативою керівництва Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій розроблено методика (далі – Методика) інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій (Методика розроблена відповідно до Закону України від 18 вересня 1991 року № 1560 «Про інвестиційну діяльність», Указу Президента України від 17 червня 1996 року № 435 «Про утворення агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій» та положення про реєстр неплатоспроможних підприємств та організацій, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 25 листопада 1996 року № 1403). Згідно з Методикою [10], *інвестиційна привабливість підприємства* визначається як рівень задоволення фінансових, виробничих, організаційних та інших вимог чи інтересів інвестора щодо конкретного підприємства, яке може визначатися чи оцінюватися значеннями відповідних показників, у тому числі інтегральної оцінки.

Методика базується на визначенні інтегральної оцінки інвестиційної привабливості або показника, у якому відтворюються значення інших показників, скоригованих у відповідності до їх вагомості та інших чинників. Показники, що використовуються, є добре відомими та задовольняють вимоги міжнародного меморандуму IASC. Одночасно, слід зазначити, що ця методика потребує удосконалення та перерахунку усіх показників за новими формами бухгалтерської звітності підпри-

емств. Величина інтегрального показника залежить від розрахункових значень коефіцієнтів, котрі характеризують майновий стан, фінансову стійкість, ліквідність, прибутковість підприємства, а також його ділову та ринкову активність на певний момент часу. Такий підхід дозволяє потенційному інвестору комплексно оцінити теперішнє становище суб'єкта господарювання, але не враховує майбутніх перспектив розвитку підприємства.

Одним з найбільш суттєвих чинників, що сприяють підвищенню інвестиційної привабливості підприємства, є розробка концепцій перспективних проектів. Саме висока потенційна доходність впровадження новітніх розробок у сфері виробництва та реалізації продукції є свідченням інвестиційної привабливості підприємства. Серед показників, що застосовуються для оцінки ефективності інвестиційних проектів, добре відомими є: чиста теперішня вартість (*NPV*) та індекс доходності (*PI*) проекту. Визначаючи розглянуті показники, дослідники приділяють основну увагу розрахунку величини грошового потоку та величини ставки дисконтування. С. В. Валдайцев [11] розрізняє грошовий потік, що генерується власним капіталом підприємства, та такий, що генерується всім його капіталом. Слід зауважити, що потенційного інвестора цікавить, насамперед, ефективність використання власного капіталу, що може бути вкладений у проекти підприємств, тому, визначаючи показники *NPV* та *PI*, доцільно застосовувати відповідну методику розрахунку величини грошового потоку. Крім того, модель капітальних активів містить β -коефіцієнт, визначення якого можливе лише за умов наявності достовірної інформації про стан фондового ринку; а також премії, що визначаються експертними методами. Натомість, розраховуючи показники ефективності проектів підприємства, слід враховувати вартість залучення власного капіталу, що визначається як частка дивідендних виплат на акцію і може застосовуватись як ставка дисконту в разі вибору моделі грошового потоку для власного капіталу. Проблемі розрахунку ставки дисконту в оцінці бізнесу, що може бути використаною для розробки показників оцінки інвестиційної привабливості підприємства, присвячено чимало робіт, зокрема, таких дослідників, як Артеменков Л. И., Валдайцев С. В., Григор'єв В. В., Грязнова А. Г., Канаши І. С., Ковальов В. В., Панибратов Ю. П., Федотова М. А. та ін.

Таким чином, обов'язковим етапом оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання має бути етап прогнозування основних показників, що дозволять оцінити ступінь сприйнятливості акціонерного товариства до проектної діяльності та інноваційно-інвестиційного розвитку.

Слід відзначити, що в практиці спеціалізованих рейтингових агентств – типу тих, що існують при інвестиційних компаніях Morgan Stanley і Salomon Brothers – використовується методика двохкритерійного рейтингування ефективності відкритих акціонерних товариств. За першим критерієм – співвідношенням між дивідендною віддачею і ринковою депозитною ставкою акціонерні товариства діляться на п'ять категорій (А, В, С, D, E). За другим критерієм – критерієм стабільності

(повторюваністю протягом того або іншого часу) спостережуваного співвідношення між дивідендною віддачею і ринковою депозитною ставкою акціонерні товариства також діляться на п'ять категорій (1, 2, 3, 4, 5). При цьому дивідендна віддача акцій (*DR*) розраховується за формулою (1):

$$DR = \frac{Div_t}{pa_{(t-1)}}, \quad (1)$$

де Div_t – дивіденди, що виплатили на одну акцію (звичайну) компанії за минулий період (рік, півроку, квартал); $pa_{(t-1)}$ – ціна акції (звичайної) компанії на початок минулого або кінець попереднього періоду.

Ознакою фінансово здорової компанії, акціонери якої отримують дохід з своїх акцій лише у вигляді дивідендів, є виконання умови (2):

$$DR > i_{dep}, \quad (2)$$

де i_{dep} – діюча на момент оцінки ринкова депозитна ставка банку на той же період, за який визначався показник дивідендної віддачі.

Це пояснюється тим, що якщо дивідендна віддача в таких акціонерних товариствах (АТ) систематично нижче за депозитну ставку, то їх акціонери виявляться незадоволеними тим, що віддача з вкладеного в АТ капіталу нижча, ніж могла би бути при вкладенні тих же засобів на банківські депозити. Не важко передбачити дії акціонерів з вилучення капіталу, що принесе збиток платоспроможності та дієздатності АТ. При цьому великі акціонери (включаючи засновників), користуючись контролем над менеджментом, почнуть вимагати викупу їх акцій. Дрібні ж акціонери будуть продавати свої акції, що сприятиме різкому зниженню їх котирувальної ціни та спричинить зниження ліміту кредитів.

Визначення рейтингу АТ може здійснюватись із застосуванням показника прибутковості акцій. Прибутковість (P_t) акцій за період t їх тримання (з урахуванням як дивідендів, так і виграшу на можливому зростанні ринкової вартості акцій) розраховується за формулою (3):

$$P_t = \frac{DIV_t + (pa_t - pa_{(t-1)})}{pa_{(t-1)}}, \quad (3)$$

де DIV_t – дивіденди, що виплатили на акцію за звітний період із номером t ;

pa_t – ціна акції на кінець звітного періоду із номером t ;

$pa_{(t-1)}$ – ціна акції на кінець попереднього періоду із номером $(t - 1)$.

Вказана прибутковість повинна теж відповідати умові (2), тобто бути вище за ринкову депозитну ставку.

За рекомендаціями Санкт-Петербурзької торгівельно-промислової палати, рейтингування закритих АТ може здійснюватись на основі [18]:

- ✦ визначення величини статутного капіталу даного АТ порівняно з вже наявними зобов'язаннями товариства;
- ✦ інформації про участь АТ в престижних виставках і ярмарках (особливо міжнародних, з урахуванням їх показності);

- ✦ відомостей про участь їх в конкурсах і тендерах (особливо закритих, куди запрошуються обрані АТ) з приводу великих замовлень престижних замовників;
- ✦ фактів виграшу замовлень на вказаних виставках, ярмарках, конкурсах і тендерів;
- ✦ свідчень успішного виконання замовлень, отриманих у результаті перемоги на названих виставках, ярмарках, конкурсах і тендерах;
- ✦ наявності відзивів (документально підтверджених і дозволених для оголошення відгуків) про успішно виконані замовлення;
- ✦ ступеню готовності підприємств добровільно надавати на вимогу контрагентів інформацію про свій фінансовий стан (податкові декларації, балансові звіти і ін.), а також свої діючі статутні документи;
- ✦ наявності у АТ сертифікатів на стандарти серії ISO-9000, засвідчуючи відповідність виробничих процесів і системи управління якістю в компанії світовим стандартам (проходження сертифікації на стандарти серії ISO-9000 коштує значних засобів, і сам факт їх виділення на ці цілі служить свідченням ґрунтовності даного підприємства;
- ✦ відомостей про засновників даного АТ, якщо вони розголошуються;
- ✦ інформації, що більш менш вільно надається самим АТ, про його статут і інші реєстраційні документи.

Заслужують на особливу увагу дослідження В. П. Лященко [16]. Посилаючись на міжнародний досвід, він пропонує як інтегральний показник оцінки інвестиційної привабливості АТ використовувати ринкову вартість підприємства. При цьому доходні методи оцінки розглядаються, як такі, що відбивають інтереси як самого АТ, так і власників, інвесторів, кредиторів, контрагентів по бізнесу.

Ряд авторів пропонують інші підходи до визначення ринкової вартості підприємства. Так, В. Соколов пропонує як додатковий метод оцінки вартості підприємства використовувати «поелементний підхід»: вартість підприємства визначається як сума цінностей усіх складових його елементів. За думкою автора, «різниця між доходною і поелементною оцінкою підприємства характеризує гудвіл підприємства». Важко погодитися з таким підходом автора, адже поелементна оцінка вартості складових підприємства не враховує результату їх сумісного функціонування [17]. Б. Мережов пропонує власний підхід до оцінки інвестиційної привабливості підприємства на основі споживчих переваг (споживчих очікувань), які розглядаються як інструмент для зважування окремих параметрів оцінки [19]. При цьому автор пропонує здійснювати моніторинг споживчих оцінок на нерозвинutomу фондовому ринку і не враховує мінливість споживацьких переваг.

Таким чином, розглянуті підходи дозволяють здійснити оцінку інвестиційної привабливості акціонерного товариства.

ВИСНОВКИ

Розглянуті підходи до оцінки інвестиційної привабливості дозволяють інвестору аналізувати теперішній стан акціонерного товариства або ж перспективи його розвитку. Оцінити сукупний вплив цих чинників на рівень інвестиційної привабливості підприємства дозволяє підхід, що базується на визначенні внутрішньо генерованого гудвілу. При цьому наше розуміння гудвілу співпадає з визначенням цього поняття, поданого в Законі «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.1994 [12].

Гудвіл – нематеріальний актив, вартість якого визначається як різниця між балансовою вартістю активів підприємства та його звичайною вартістю, як цілісного майнового комплексу, що виникає внаслідок використання кращих управлінських якостей, домінуючої позиції на ринку товарів (робіт, послуг), нових технологій тощо.

Разом з тим, заслуговує на увагу зауваження В. Н. Соколова стосовно ототожнення підприємства лише з майновим комплексом. Суть його пропозиції полягає в визначенні підприємства як «продуктопроизводящего и доходоприносящего комплекса» [17]. Стосовно цього, суть нашої пропозиції полягає в застосуванні доходного методу у його динамічній модифікації для визначення ринкової вартості акціонерного товариства як цілісного майнового комплексу та розрахунку співвідношення між одержаними ринковими показниками вартості та його вартістю за балансом. Чим більше буде це співвідношення від 1, тим більш є інвестиційно привабливим об'єкт інвестування.

Комплексне використання розглянутих підходів надасть можливість більш ефективно характеризувати інвестиційну привабливість АТ і реалізувати багатокритеріальний підхід до її вимірювання. Пропонується методика, що складається з двох частин. Перша частина методики характеризує інвестиційну привабливість, посилаючись на минулі досягнення (ретроспективний аналіз звітності), друга частина оцінює майбутні досягнення, прогнозує успішність діяльності підприємства у майбутньому, його здатність генерувати прибутки.

Внутрішній гудвіл є інтегральним показником, що може застосовуватись для комплексного аналізу рівня інвестиційної привабливості не лише окремих об'єктів інвестування а й певних галузей економіки та регіонів. Систематичне оцінювання й моніторинг величини гудвілу дозволить більш повно характеризувати наявні і перспективні можливості компанії та залучити кошти потенційних інвесторів для здійснення інноваційних проєктів. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Десмонд Гленн М., Келли Ричард Э. Руководство по оценке бизнеса.– М.: РОО, 1994.– 274 с.
2. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ.– М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.– 576 с.
3. Пратт Ш. Оценивая бизнес: анализ и оценка компаний закрытого типа: Пер с англ.– М.: РО, О, 1994.– 200 с.
4. Рийс Ричард П. Основы оценки бизнеса // Финансовая газета / Информационный выпуск, № 43, 1994.– С. 32.

5. **Риис Ричард П.** Основы оценки бизнеса // Финансовая газета / Информационный выпуск, № 36, 1994.– С. 30.
6. **Фридман Д., Ордуэй Н.** Анализ и оценка приносящей доход недвижимости.– М.: Дело лтд, 1995.– 462 с.
7. **Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп.** Оценка компаний при слияниях и поглощениях.– М.: Альпина Паблишер, 2004.– 331 с.
8. **Мерзликина Г. С., Шаховская Л. С.** Оценка экономической состоятельности предприятия: Монография / ВолГТУ, Волгоград, 1998.– 265 с.
9. **Ревуцкий Л. Д.** Потенциал предприятия и стоимость предприятия.– М.: Перспектива, 1997.– 124 с.
10. Наказ Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій «Про затвердження методики інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій» № 22 від 23.02.98.
11. **Валдайцев С. В.** Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебн. пособие для вузов.– М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.– 720 с.
12. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств».
13. **Грязнова А. Г., Федотова М. А, Ленская С. А. и др.** Оценка бизнеса: Учебник.– М.: Финансы и статистика, 2002.– 512 с.
14. **Майорова Т. В.** Інвестиційна діяльність: Навчальний посібник: Київ: «Центр навчальної літератури», 2004.– 376 с.
15. **Посилкіна О. В., Дубровіна Н. А.** Оцінка інвестиційної привабливості хіміко-фармацевтичних підприємств.– Харків: Видавництво НФАУ, 2002.– 36 с.
16. **Лященко В. П.** Инвестиционная деятельность акционерного общества.– М.: «Издательский дом «Новый век», 2001.– 120 с.
17. **Соколов В. Н.** Методы оценки предприятия / СПбГИЭА.– СПб., 1998.– С. 13.
18. Методика рейтингования АО Санкт-Петербургской торгово-промышленной палаты: <http://www.inforus.ru/methodica.html>
19. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебное пособие / Под ред. Абдуллаева Н. А., Кодайко Н. А.– М.: Издательство «ЭКМОС», 2000.– 208 с.
20. **Jensen, M.C., and R.S. Ruback.** 1983. The market for corporate control. Journal of Financial Economics 11:5-50.
21. **Jarrell, G.A., J.A. Brickly, and J.M. Netter.** 1988. The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. Journal of Economic Perspectives 2:49-68.