

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Кафедра фінансового менеджменту та фондового ринку

Допущено до захисту

Завідувач кафедри

_____ (Баранова В.Г.)

“ ____ ” _____ 2019р.

РЕФЕРАТ

кваліфікаційної роботи

на здобуття освітнього ступеня магістра

зі спеціальності 072 "Фінанси, банківська

справа та страхування" за темою:

Оцінка компаній при злиттях та поглинаннях

Виконавець:

студент факультету

Фінансів та банківської справи

Голубєв Максим Ігорович

/підпис/

Науковий керівник:

д.е.н., доцент

Гончаренко Олена Миколаївна

/підпис/

Одеса 2019

ВСТУП

В сучасних умовах швидкі і стійкі темпи економічного зростання можливі тільки при переході від індустріальної економіки до економіки, заснованої на інноваціях. Особливу актуальності ця проблема набуває для України, де завдання розвитку інноваційної економіки як застави довгострокового економічного зростання поставлена в якості основного пріоритету економічного розвитку країни. В даному контексті завдання аналізу розвитку високотехнологічних компаній, що здійснюють розробку та комерціалізацію інновацій, а також оцінки справедливої вартості таких компаній виходить на перший план. Розроблені протягом ХХ ст. підходи до оцінки вартості компанії міцно зайняли своє місце в історії світової економічної думки. Однак їх застосування до оцінки компаній «нової економіки» навіть за умови визначених модифікацій перестало давати адекватний результат. Перший «Дзвінок» з цього приводу прозвучав у 2000 році, коли обвалився ринок акцій високотехнологічних компаній. Причиною кризи стало невміння учасників ринку оцінювати надлишкові ризики таких компаній.

По суті - це була криза вимірювань, що має пряме відношення до економіки знань. Ключем до розуміння цих явищ став аналіз фактора невизначеності, що є ключовим при оцінці компаній такого роду. Саме його вплив на вартість недооцінюють традиційні підходи до оцінок, а тому і не здатні дати адекватний результат. цей факт свідчить про актуальність розробки іншого підходу до оцінки вартості високотехнологічних компаній, що враховує фактор невизначеності. Кожен з існуючих традиційних підходів до оцінки вартості володіє певними недоліками стосовно оцінки інноваційних компаній. При витратному підході підсумком оцінки є не вартість діючого бізнесу, а лише сумарна вартість взятих порізно окремих складових майнового комплексу цього бізнесу. Цінністю високотехнологічної компанії є ті революційні ідеї, які вона намагається втілити в дійсності. оцінюючи матеріальні компоненти підприємства неможливо отримати адекватне уявлення про цінності та перспективі ідей, оскільки витратний підхід враховує лише результат минулої діяльності. Не позбавлений недоліків і порівняльний підхід, хоча активно застосовується венчурними інвесторами. Якщо у фірми, що розвиває унікальні ідеї, є порівнянні аналоги - значить ідеї, які вона розвиває - не унікальні. Одним з індикаторів перспективності технології може служити саме відсутність подібних розробок у інших, а значить порівняння з «Гідними» аналогами апріорі неможливо. Прибутковий підхід використовується

для оцінки вартості в більшості випадків. Проте, і він має ряд недоліків і, перш за все, не враховує можливості швидкого зростання високотехнологічної компанії, так як передбачає побудову лише однієї усередненої траєкторії розвитку компанії (поведінки її грошового потоку). Для компанії, яка збирається представити новий невідомий продукт (а саме це передбачає високотехнологічна спрямованість), складно дати достовірну оцінку ринку цього продукту (його обсягами, кордонів, розстановці сил і ін.). навіть якщо можна з достатньою точністю говорити про динаміку формування і розвитку нового ринку, сумнівно буде виглядати кількісна оцінка грошового потоку високотехнологічної компанії через кілька років після появи продукту. Найбільш прийнятним підходом, заснованому на більш реалістичному обліку факторів вартості високотехнологічної компанії, що розвивається, є опціонний підхід. Однак, існуючий загальноприйнятий інструментарій підходу - метод Блека-Шоулза і Біноміальна модель допускають багато умовностей, вимагають специфікації значного числа прогнозних даних (біноміальний підхід) або припускають рівномірну динаміку тренда змінної, що відповідає за вартість активу (Блек-Шоулз), що не відображає ідею нерівномірності розвитку, притаманного високотехнологічної компанії, можливості різкого зростання і падіння її ключових показників. На стику опціонного і дохідного підходів в останні роки виникла низка альтернативних методик оцінки вартості, які передбачають модифікацію і комбінування інструментарію даних підходів з іншими моделями аналізу невизначеності. Проте, і ці методи мають ряд недоліків при спробі застосувати їх для оцінки високотехнологічних компаній.

Актуальність теми зумовлена тим, що міжнародні злиття та поглинання являють сьогодні одну із ключових особливостей глобалізації економічного розвитку. Багатомільярдні угоди, що укладаються транснаціональними корпораціями з приводу купівлі-продажу окремих компаній чи частин бізнесу, стали звичайним явищем не лише у розвинутих країнах, а й у всьому світі, зокрема в Україні. Придбання корпораціями, провідними банками різних країн, іншими транснаціональними компаніями українських підприємств радикально змінює управлінську діяльність у цих підприємствах, суттєво впливає на роботу їх працівників, відносини підприємств із органами державної влади.

Мета дослідження дослідити теоретичні основи угод злиттів і поглинань, проаналізувати сучасний стан ринку злиттів і поглинань в Україні та

світі, виявити проблеми на ринку злиттів і поглинань в Україні та надати рекомендації щодо вдосконалення процесу.

Об'єкт дослідження - ринок злиттів і поглинань в Україні та світі.

Предмет дослідження проблеми та перспективи ринку злиттів і поглинань в Україні та світі.

Методи дослідження аналіз, синтез, узагальнення і систематизація, економіко-математичне моделювання та прогнозування.

Інформаційна база дослідження нормативно-законодавчі акти України, що регулюють процес злиття і поглинання, підручники, посібники, монографії.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У першому розділі **«ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ УГОД ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ»** розглянуто економічну сутність та поняття угод злиття та поглинання, класифікацію угод злиття та поглинання та основи оцінки угод злиття та поглинання.

У другому розділі **«ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ПРОЦЕСУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ (НА ПРИКЛАДІ МАРКЕТПЛЕЙСУ OLX.NG)»** проаналізовано міжнародний ринок злиттів і поглинань, ринок злиттів і поглинань в Україні, процедуру злиття і поглинання на прикладі угоди між компанією OLX.NG та JIJ.NG.

У третьому розділі **«ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ М&А-РИНКІВ У СЕКТОРІ ІНФОРМАЦІЙНИХ ТЕХНОЛОГІЙ»** запропоновано основні напрями удосконалення економіко-правової бази злиттів і поглинань в Україні у секторі інформаційних технологій та обґрунтовано шляхи подальшого розвитку злиттів і поглинань в Україні.

ВИСНОВКИ

У роботі досліджувалися компанії, що уклали угоди про злиття чи поглинання. Можна стверджувати, що ця процедура є особливо привабливою для компаній, які перебувають у скрутному фінансовому становищі. Для вітчизняних компаній, що стоять на межі банкрутства, злиття з потужним конкурентом, на мою думку, є більш прийнятною перспективою, ніж тривала та часто безрезультатна санаційна процедура. Однак необхідною умовою для укладення взаємовигідних угод про злиття чи поглинання вітчизняними компаніями є більш динамічний розвиток фондового ринку. Тому вивчення європейського досвіду та зразків укладання угод про злиття чи поглинання має важливе значення для їх цивілізованої організації у практиці заінтересованих українських компаній.

Компаніям ІТ-сфери рекомендовано розширювати власну діяльність за допомогою угод ЗіП, захоплюючи нові сектори ринку, що інтенсивно розвивається. У кожній угоді є мотиви її здійснення, що тісно пов'язані з прийнятою стратегією розвитку компанії, а також ризики. На укладення угоди ЗіП в ІТ-сфері впливають економічні та політичні фактори і кон'юнктура, що склалась в галузі. На сучасному етапі новаторські технології стануть причиною зростання ІТ-ринку, що призведе до його реструктуризації, оскільки гравці будуть розвивати й інтегрувати ці новинки, купувати їх постачальників. Одночасно вони будуть міняти продуктові пропозиції, цільові клієнтські сегменти, партнерські стратегії та бізнес-моделі. Перебудова сфери власної діяльності дасть ІТ-компаніям швидкий доступ до нових ринків збуту, що перевищить ризики успішної інтеграції.

У світовій практиці угодами злиття та поглинання (Mergers and acquisitions – скорочено М&А) вважають усі угоди, які передбачають перехід корпоративного контролю над компанією шляхом купівлі або продажу всієї компанії або значної частки в ній. Залежно від мотивів М&А, галузевих особливостей та конкретної ситуації, залежить, якого виду угода укладатиметься. Угоди злиття та поглинання класифікують за характером інтеграції, формою фінансування, місцезнаходженням компаній, що беруть участь в угоді, відношенням менеджменту до угоди та типом покупця. Мотиви укладання угод злиття і поглинання змінювалися з часом, але найголовніший з них – отримання синергетичного ефекту. Синергія являє собою зростання ефективності діяльності об'єднаного підприємства понад ту, яку підприємства, що об'єднуються, вже

досягли або повинні досягти як незалежні. У вартісному вираженні вона може бути відображена як: $P(A+B) > P(A) + P(B)$, де P — ринкова вартість компанії.

Синергетичний ефект може виникнути внаслідок росту ринкової долі. Як наслідок, об'єднана компанія матиме сумарну ринкову долю, принаймні в початковий період після об'єднання, зменшуються витрати внаслідок ефекту масштабу, наявності взаємодоповнюючих ресурсів та нових технологій, розширюється продуктова лінійка та доступ до нових ринків і каналів збуту. Напередодні укладання угоди має місце процес дью ділідженсу (англ. due diligence) – всебічна та досконала перевірка компанії, її операцій та документів, яка здійснюється покупцями/інвесторами та їхніми радниками до безпосередньої купівлі компанії або її частки. Здебільшого саме від ретельності цієї перевірки залежить уникнення багатьох ризиків та неприємних несподіванок, які можуть виявитись вже після підписання остаточної угоди, тому залучення сторонніх професійних консультантів на цьому етапі є виправданим і необхідним. На основі результатів дью ділідженсу робиться остаточна оцінка вартості компанії і після досягнення згоди з умовами обох сторін підписується угода. У теорії та практиці оцінки бізнесу традиційно існує класифікація підходів до оцінки бізнесу за використаними початковими даними: ринковий підхід (порівняння даного підприємства з аналогічними вже проданими капіталовкладеннями), дохідний підхід (заснований на перерахунку очікуваних доходів), витратний підхід (заснований безпосередньо на обчисленні вартості активів підприємства за вирахуванням зобов'язань).

Найбільш універсальним методом, який можна застосовувати в тому числі для оцінки кризових підприємств - метод опціонів. Дослідження міжнародного ринку M&A свідчать, що кількість і обсяг міжнародних угод із злиття та поглинання в останні десятиріччя постійно зростали. Рекордного рівня загальна вартість операцій на світовому ринку M&A досягла у 2007 р. – 4,3 трлн. доларів, а їх кількість становила 467018. Починаючи з кризового 2008 р. значна частина крупних операцій зі злиття та поглинання була пов'язана із спробами урядів розвинених країн пом'якшити наслідки важкої фінансової ситуації в декількох найбільших корпораціях, оскільки їх банкрутство могло викликати нову хвилю паніки на фінансових ринках і подальше погіршення ситуації. Державна підтримка передусім була направлена на банківський сектор.

Найбільш активної галуззю з точки зору M&A є сільське господарство, особливо - рослинництво, а також інфраструктура (елеваторні компанії). При цьому варто зазначити, що за останні 12 місяців значно зросла оцінка с\г підприємств – з 500-600 доларів за гектар до 1200-1500 доларів за окремими активами, – впевнено долаючи середню оцінку в 1000 доларів за 1 га. В ІТ галузі триває активне залучення інвестицій під нові проекти та консолідація ринку шляхом придбання великими розробниками програмного забезпечення більш дрібних компаній. Для процесу укладання M&A угоди в Україні характерна кількісна перевага методу поглинань, а не злиття, стрімко підвищується ризик ворожого 83 поглинання через скупку акцій, кредиторської заборгованості, векселів чи банкрутство, закритість інтеграційних процесів і майже повна відсутність інформації про процес укладання угод, більшість компаній не досягають намічених цілей, переплачують за придбані компанії, угоди виявляються неефективними, існують відмінності в бізнес-ідеологіях. Висока активність процесів злиття та поглинання завжди спостерігалася у банківському секторі України.

Особливістю України є те, що всі угоди зі злиття та поглинання в банківському секторі було здійснено, використовуючи лише готівкову форму розрахунку. Це пояснюється, перш за все, тим, що «банки-покупці» значно переважали за активам «банки-цілі». Передумовою сьогоденного поживавлення таких процесів є поява на ринку більшої кількості «покупців» цього специфічного товару, що пояснюється певною стабілізацією економічної ситуації після фінансової кризи. Ціни на українські активи зросли, що спонукає власників до їх продажу. Отримання позитивного синергетичного ефекту в інтеграційних процесах банків можливе за рахунок таких чинників, як збільшення частки кредитів у вартості сукупних активів, диверсифікація кредитних ризиків, скорочення кількості банківських відділень, універсалізація банківської діяльності, підвищення якості управлінського апарату, оптимізація організаційної структури, розширення спектру наданих послуг, зменшення управлінських витрат.

Ключовими проблемами на ринку злиттів і поглинань в Україні є невпорядкованість та непрозорість бізнесу, порушення у сфері корпоративного права, порушення вимог антимонопольного законодавства, «договірні» проблеми, недосконале правове регулювання процесів, нерозвиненість фондового ринку.

Головна проблема полягає в ефективному впровадженні у практику управління бізнесом процедур прийняття рішень, які адекватно відображають ризики сучасного бізнесу та мінімізують імовірність істотних втрат внаслідок управлінських помилок.

Важливу роль у підтримці та розвитку консолідаційних процесів банків, реформуванні банківської системи загалом та відновленні її у післякризовий період відіграє держава. До 2020 року урядом планується здійснити низку революційних змін щодо консолідаційних процесів. З огляду на складну політичну та економічну ситуацію в країні від держави, зокрема Національного банку України, очікується проведення таких реформ, як до 2018 року завершити впровадження Базеля III та збільшити мінімальний регулятивний капітал банків із 120 до 500 млн. грн. до 2018 року та до 750 млн. грн. до 2020 року. Сьогодні можна виділити декілька сфер, які є найбільш привабливими з точки зору здійснення операцій злиття і поглинань, особливо для іноземних інвесторів: фармацевтика, медицина, АПК, ІТ. Україна як частина європейського ринку, могла б скористатися вигодами від багатомільярдних угод M&A у світі. Одна з необхідних умов для цього – функціональний вільний ринок. Шлях до формування цього ринку в Україні може бути визначений трьома пунктами, як чинна судова система, спрощення умов для ведення бізнесу, ліквідація корупційного впливу на діяльність бізнесу. Інвестори з багатьох країн цікавляться українським ринком. Так, наприклад, Банк розвитку Китаю нещодавно оголосив про створення спільного підприємства та надання фінансової підтримки для ПАТ «Укртелеком». У другому півріччі 2015 року були оголошені угоди з боку фондів прямого інвестування, які мають американське коріння: Horizon Capital (придбання долі в Rozetka.ua, лідера інтернет-торгівлі в Україні), Acino, акціонерами якої є Avista Capital і Nordic Capital (придбання фармацевтичного виробника «Фарма Старт»), фонд Джорджа Сороса (придбання ІТ-аутсорсера Ciklum). Але більшість інвесторів займають обережну позицію.

АНОТАЦІЯ

Голубєв М. І. «Оцінка компаній при злиттях та поглинаннях»

Кваліфікаційна робота на здобуття освітнього ступеня магістра зі спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» за магістерською програмою (шифр та назва спеціальності) професійного за спрямування «Корпоративні фінанси». – (назва магістерської програм) Одеський національний економічний університет. – Одеса, 2019.

У роботі розглядаються теоретичні аспекти сутності та поняття угод злиття і поглинання, класифікації угод злиття і поглинання та основ оцінки угод злиття і поглинання.

Виявлено проблеми на ринку злиттів і поглинань в Україні, запропоновано основні напрямки розвитку злиттів і поглинань в Україні.

Ключові слова: злиття, поглинання, дью ділідженс, методи оцінки вартості компанії, синергетичний ефект.

ANNOTATION

Golubiev M. “Applying business valuation in M&A deals ”

Qualifying work on obtaining a master's degree in the specialty 072 «Finance, banking and insurance» under the master's program (code and name of the specialty) «Corporate finance ». – Odessa National Economics University. (title of master program) – Odessa, 2019.

Thesis consists of three chapters. Object of study the process of mergers and acquisitions in Ukraine. Diploma thesis deals with theoretical aspects the essence and concept of mergers and acquisitions, the classification of mergers and acquisitions, and the basis for the assessment of mergers and acquisitions.

Revealed problems in the market of mergers and acquisitions in Ukraine, and offered the main directions of development of mergers and acquisitions in Ukraine.

Keywords: merger, acquisition, due diligence, valuation methods of a company, synergy effect.