

**Македон В.В.,**  
д.е.н., доцент, професор кафедри  
міжнародної економіки і світових фінансів  
Дніпровський національний університет  
імені Олеся Гончара  
(м. Дніпро)

## АНАЛІТИЧНА ОЦІНКА ВПЛИВУ УГОД ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ НА ВАРТІСТЬ ПРОМИСЛОВИХ АКТИВІВ

Для оцінки вартості публічних підприємств (ПАТ) цілі управління прибутковістю і стабільністю розвитку зводяться до забезпечення сталого зростання курсу акцій. Управління стійким зростанням непублічних підприємств, що реалізують угоди М&А, потребує розробки особливих елементів господарського механізму і проведення спеціальних процедур оцінки вартості бізнесу. Необхідність удосконалення методології та інструментарію оцінки бізнесу для злиттів і поглинань підтверджується також тим, що більше половини угод злиттів і поглинань не забезпечують приросту вартості для акціонерів.

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 ( $\Delta CF_{cet}$ ) інтеграційної структури підприємств порівняно з вихідним рівнем [1].

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

– очікувані зміни загальноекономічних умов і темпів розвитку галузі, в якій спеціалізується оцінювана структура, і галузей, які споживають її основну продукцію та синергетичні ефекти злиттів і поглинань;

Показники виручки, чисельності працюючих і балансової вартості активів не забезпечують об'єктивної оцінки зростання, яке має оцінюватися зростанням вартості бізнесу. Як зазначено у [2] основний показник зростання непублічних підприємств 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 можна вимірювати за даними фінансової звітності підприємства як відношення приросту необоротних ( $\Delta FA$ ) і оборотних активів ( $\Delta CA$ ) за рахунок чистого прибутку і позикового капіталу до прибутку після оподаткування з відсотками за позиковим капіталом. Якщо

вважати рентабельність активів у період оцінки рівним рентабельності базового року, то очікуване зростання буде визначатися тільки плановим значенням реінвестування.

$$kr = (\Delta FA + \Delta CA - Dep) / EBIT \times (1 - \tau). \quad (2)$$

Якщо  $ROA_t \neq ROA_{t-1}$ , тоді:

$$kr = (\Delta FA + \Delta CA - Dep) / EBIT \times (1 - \tau) \times (ROA_t / ROA_{t-1}). \quad (3)$$

Такий підхід до оцінки темпів зростання бізнесу в прогнозованому періоді спирається на плани інвестиційного розвитку (очікуваний обсяг і ефективність інвестицій).

Оцінка ризику нового (об'єднаного) бізнесу необхідна для визначення його вартості і розробки стратегії зростання. При цьому необхідно врахувати взаємний вплив ризиків об'єднаних промислових підприємств і формування додаткових ризиків – ризиків інтеграційної реструктуризації і реалізації синергії.

Ці проблеми на сьогодні не вирішено. Системні дослідження способів оцінки ризику підприємств у процесі їх злиттів і поглинань відсутні, інструментарій оцінки недосконалий. У цей час дослідження впливу ліквідності на вартість бізнесу в угодах інтеграційної реструктуризації практично відсутні. Дослідження Р. Томсона [4] були першою спробою створення аналітичної багатофакторної моделі премії за ліквідність, і він отримав таку регресію:

$$\ln(RPRS) = 4,33 + 0,036 \ln(REV) - 0,142 \ln(RBRT) + 0,174 DERN + 0,332 DCUST, \quad (4)$$

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

$REV$  – виручка непублічного підприємства, млн г.о.;

$RBRT$  – частка оцінюваного пакета акцій щодо їх загальної кількості;

$DERN$  – характеристика прибутковості підприємства ( $DERN = 1$  для прибуткового підприємства,  $DERN = 0$  – для збиткового);

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

Обґрунтуємо метод системної оцінки і врахування факторів ліквідності (урахування відмінностей угод з бізнесом публічних і непублічних підприємств), угод М&А. Основним принципом урахування ліквідності в цьому випадку стає ступінь впливу ліквідності на можливості ефективного використання придбаного бізнесу (активів). Чим більш ефективним може

бути придбаний бізнес для множини покупців, тим він більш ліквідний. Найбільш істотними з них є:

- фінансовий стан господарюючого суб'єкта ( $X_1$ ). Ефективно використовувати фінансово стійкий бізнес, у т. ч. для подальшого його продажу, підприємство, грошові потоки якого зростають, можна при значно меншому ризику;

- мета придбання підприємства ( $X_2$ ). Як правило, для стратегічного покупця значення ліквідності менше, ніж для фінансового. Відповідно, і меншою може бути знижка;

- ліквідність активів підприємства ( $X_3$ ). Структура активів (наприклад, частка грошових коштів і цінних паперів, частка унікального обладнання та ін.), технічний стан позавиробничих активів істотно впливають на корисність підприємства 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 непублічного підприємства часто роблять його більш ліквідним, ніж публічне підприємство;

- розмір непублічного учасника угоди М&А і перспективи його перетворення в публічне підприємство ( $X_5$ ). Рівень знижки за неліквідність (щодо вартості) великих підприємств має бути меншим, ніж для дрібних [392];

- як уже зазначалося, метою інвестування в непублічне підприємство є отримання контролю. Тому ліквідність контрольних пакетів непублічних суб'єктів значно вища, ніж неконтрольних. Відповідно, і знижка за неліквідність неконтрольних пакетів має бути істотно вищою, ніж неконтрольних ( $X^6$ ). При цьому зберігається премія за контроль [3].

Отже, формується такий підхід до визначення знижок за рівень ліквідності бізнесів-цілей при проведенні інтеграційної реструктуризації:

- під час оцінки вартості на основі ринкового підходу при зіставленні оцінюваного підприємства з аналогом, що має відмінності від оцінюваного 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 підприємства при визнанні неефективною угоди М&А на основі залежності:

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

Пропозиції автора за експертною оцінкою значущості факторів наведено в табл. 1.

**Обґрунтування знижки за неліквідність підприємства-мети,  
% до вартості бізнесу**

<b>Характеристика бізнесу</b>	<b>Експертна оцінка характеристики за 100-бальною шкалою</b>	<b>Оцінки <i>Kr</i> для стратегічного покупця</b>	<b>Оцінки <i>Kr</i> для фінансового покупця</b>
1. Фінансова стійкість	– висока, 0–10 балів – нормальна, 11–50 балів – низька, 51–100 балів	0,0 2,0 6,0	0,0 2,0 10,0
2. Ліквідність основних активів	– активи ліквідні, 0–10 балів – активи неліквідні, понад 10 балів	0,0 1,0	0,0 5,0
3. Перспективи зростання	– вищі за ринкові, 0 балів – відповідають ринковим, 1–30 балів – нижче ринкових, понад 30 балів	0,0 1,0 5,0	0,0 2,0 10,0
4. Розмір підприємства (річна виручка)	– більше \$ 100 млн, 0 балів – від \$ 25 до 100 млн, 1–30 балів – менше \$ 25 млн, понад 30 балів	0,0 2,0 3,0	0,0 2,0 3,0
5. Розмір придбаного пакета (частки)	– контрольний, 0–10 балів – блокуючий, 11–30 балів – міноритарний, понад 31 бал	0,0 3,0 10,0	0,0 3,0 7,0
Мінімум/максимум		1,0 / 25,0	1 / 35,0

*Джерело:* систематизовано автором

Рекомендовані межі експертної оцінки факторів неліквідності базуються на тому, що, по-перше, вплив неліквідності для фінансового покупця більш значущий, ніж для стратегічного; по-друге, максимальний ступінь впливу неліквідності відповідає стабільним емпіричним значенням (35%).

Отже розрахунок регресійних залежностей з урахуванням наведених вище положень дозволив би більш повно відобразити процес формування премії за ліквідність. Але його проведенню на цей час перешкоджає відсутність репрезентативної вибірки достовірної інформації про вартість та умови угод з непублічним підприємницькими структурами. Практична значущість оцінки знижки на неконтрольний характер оцінюваних пакетів пов'язана з великим поширенням в оціночній діяльності таких завдань і наявністю великої кількості різномірних пропозицій за способом визначення і розміром знижки.

**Список використаних джерел:**

1. Грабовецький Б. Є. Методи експертних оцінок: теорія, методологія, напрямки використання : монографія. Вінниця : ВНТУ, 2010. 171 с.

2. Македон В.В., Мячин В.Г. Оценка рисков корпоративных сделок слияния и поглощения методом нечётких множеств. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство». 2016. Випуск 6. Частина 2. С. 66-69.

3. Kaplan R.S., Atkinson A. A. Advansit Manadgmt Accouting. Upper Saddle Rivers New Gersey a Prentice Hall, 2001. 379 p.

4. Thompson Robert B. Mergers and Acquisitions: Law and Finance. Aspen Pub, 2010. 556 p.

**Марценюк Р. А.,**  
к.е.н., доцент  
кафедри бухгалтерського обліку  
*Львівський торговельно-економічний університет*  
(м. Львів)

## **АНАЛІТИЧНІ АСПЕКТИ ВНУТРІШНЬОГО КОНТРОЛЮ В УПРАВЛІННІ ПІДПРИЄМСТВОМ**

Ефективна фінансово-господарська діяльність підприємств потребує раціональної побудови та належного функціонування системи внутрішнього контролю, що залежить в першу чергу від рівня забезпеченості та достовірності аналітичної інформації. Результативність показників діяльності суб'єктів підприємництва в сучасних умовах все більше стає залежним від інформаційного забезпечення, котра є необхідною для прийняття рішень управлінським персоналом, основна частина якої акумулюється в системі економічного аналізу. Тому, на наше переконання, важливою передумовою якісного функціонування контролю є системне використання методів аналізу, що забезпечує керівну ланку належною аналітичною інформацією, яка дає змогу в онлайн режимі ефективно впливати на діяльність суб'єктів господарювання.

Результати дослідження засвідчують, що на сучасному етапі стан теорії та практики аналітичного забезпечення системи контролю має потребу у необхідності розвитку їх теоретико-методичних засад, які відповідають потребам управління фінансовим потенціалом підприємства в умовах сучасної економіки. Аналіз діяльності підприємств свідчить про неефективне використання в першу чергу їх потенціалу, що пов'язано з застосуванням нелогічних методів управління, зокрема функцій контролю й аналізу.

На наш погляд, формалізація аналітичного процесу в управлінні підприємством на основі побудови організаційно-інформаційної моделі аналізу фінансового стану ґрунтується на визначенні мети та завдань, суб'єктів і