

- 08.04.01 / Фурман Василь Миколайович. – К. : Державна установа “Інститут економіки та прогнозування НАНУ”, 2006. – 33 с.
7. Шахов, В. В. Страхование [Текст] / В. В. Шахов. – М. : Страховой полис; ЮНИТИ, 1997. – 311 с.

Summary

The article is stressed on the processes of development, features of functioning, quality and quantitative changes of reinsurance market on the modern phase of his life cycle – dissociating from insurance within the framework of financial services market. Transformation of reinsurance market in the conditions of globalization appears in new aspects and changes of: principles and models of functioning in modern conditions; equilibrium mechanism and strategies of basic participants activity in the market; methods and tool of actuarial calculations in relation to reinsurance operations; functions of supervisory authorities.

Отримано 22.04.2010

УДК 658.168.5

В.П. Нестеренко, аспірант

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

СТВОРЕННЯ ВАРТОСТІ В УГОДАХ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ БАНКІВ

У статті розглянуто питання економічної ефективності угод злиття та поглинання у банківській сфері крізь призму створення вартості, проаналізовано роль ефекту синергії в угодах М&А, побудовано відповідну економічну модель оцінки доданої вартості.

Ключові слова: угоди злиття та поглинання, створення вартості, ефект синергії, інтеграція, стратегічні можливості.

Постановка проблеми. Динамічна зміна умов функціонування, відкритість екзогенного середовища, зростання рівня конкуренції сприяють постійному удосконаленню банківської діяльності, спонукають не лише видозмінювати існуючі банківські операції та запускати внутрішні програми, спрямовані на створення доданої вартості, але й шукати додаткові можливості зростання за рахунок зовнішніх програм, зокрема й процесів злиття та поглинання.

Поява та активізація угод злиття та поглинання в банківському секторі об’єктивно зумовлюють формування ринку банків, де комерційні банки розглядаються як об’єкти купівлі-продажу.

Проте ретроспективний аналіз світового досвіду угод М&А показує, що в більшості випадків не лише не відбувається очікуваної кри-

талізації доданої вартості, але й часто, як наслідок, руйнується вартість акціонерного капіталу компанії-покупця.

Так, згідно з дослідженнями компанії KPMG майже 83 % угод M&A, що проводились у 90-х роках ХХ ст. у США та ЄС, не створювали вартості. 30 % угод закінчувалися втратою вартості і тільки 17 % угод були успішними [2; 9].

Спеціалісти міжнародної консалтингової компанії McKinsey також підкреслюють, що згідно з досвідом розвинутих економік злиття та поглинання не завжди є відносно простим і дешевим способом зростання бізнесу, як це може здаватись на перший погляд. Компанії, як правило, купують зі значною премією до їх ринкової вартості (за добровільну відмову від контролю власники зазвичай вимагають 30-40 % надбавки до ринкової ціни акції, а при спробі скупити значний пакет акцій на відкритому ринку їх курс різко зростає). За таких умов акціонери компанії-покупця можуть вважати угоду успішною, тільки якщо в її результаті створюється додаткова вартість, яка дозволяє компенсувати премію, тобто підвищується сумарна прибутковість активів і, відповідно, їх акціонерна вартість. При цьому частка невдалих угод, у результаті яких вартість не створюється, а руйнується, досягає 70 %. Компанії допускають помилки та прорахунки на всіх етапах злиття та поглинання: у виборі об'єкта, проведенні угоди і в управлінні інтеграцією [2; 4; 6].

Така значна кількість невдалих з точки зору стратегічного завдання максимізації вартості акціонерного капіталу угод посилює актуальність розробки практичних методів оцінки та оптимізації економічної доданої вартості, яка формується в угодах M&A у банківській сфері.

Аналіз останніх публікацій і досліджень. Теоретичні засади й практичні механізми угод M&A та визначення вартісних характеристик банківської діяльності досліджуються як у світовій, так і у вітчизняній науковій літературі. Окремі аспекти зазначеної проблеми висвітлені в роботах багатьох зарубіжних вчених, серед яких: С. Валдайцева, А. Грязнова, А. Дамодоран, К. Лі, Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Мурін, П. Роуз, В. Рутгайзер, Дж. Сінкі, Р. Шамгунов та інші. Сучасні погляди на вирішення даної проблеми відображені в роботах таких українських дослідників: М. Алексеєнко, З. Васильченко, О. Васюренко, І. Івасів, К. Кіреєва, В. Кочетков, І. Лютий, О. Мендрул, Т. Момот, М. Савлук, Р. Тиркало та інші.

Не вирішена раніше частина проблеми. Проте, незважаючи на значну кількість наукових розробок у зазначеній сфері, проблема ефективною реалізації угод M&A в банківському секторі в розрізі створен-

ня вартості залишається невирішеною остаточно. Подальшого дослідження потребують питання, пов’язані з формуванням методологічного підходу до оцінки ефекту синергії та виокремленням факторів “вивільнення” вартості в процесі інтеграції.

Метою статті є ідентифікація рівнів створення вартості та розроблення економічної моделі оцінки економічної доцільності угод злиття та поглинання в банківському секторі.

Виклад основного матеріалу. У сучасній економічній науці виокремлюються такі види угод злиття та поглинання: горизонтальні, вертикальні, концентричні та конгломеративні.

Горизонтальні угоди злиття та поглинання відбуваються найчастіше між суб’єктами, які працюють в одному сегменті ринку і спеціалізуються на виробництві подібної продукції або наданні подібних фінансових послуг. При цьому розрізняють угоди, які розширюють географію ринку, та угоди, які розширюють спектр фінансових послуг чи асортимент продукції.

Часто горизонтальні угоди злиття та поглинання в банківському бізнесі призводять до монополізації становища окремих банків, у зв’язку з чим можуть виникати проблеми з антимонопольним комітетом чи комісією, яка регулює умови дотримання чесної конкуренції та демонополізації ринку.

За допомогою вертикального злиття покупець, як правило, намагається розширити свою операційну діяльність, охопивши ширше коло клієнтури, спорідненої за видами фінансових послуг, що замовляються, або продукції, яка споживається.

Концентричне злиття частіше визначають як злиття суб’єктів, “подібних за природою і діями”. При такому злитті банк-покупець і банк-продавець пов’язані між собою єдиною технологією, виробничим процесом або через ринкову нішу [1, с. 174].

За умов, коли банки-суб’єкти М&А не перетинаються ні в площині сегментів ринку, ні виробничими чи операційними зв’язками, мова йде про конгломеративне злиття та поглинання.

Незважаючи на широке коло бізнес-цілей і наявність емпіричних різновидів злиття та поглинання банківських установ, спільним знаменником для угод М&А є прагнення максимізувати вартість бізнесу та добробут акціонерів. Крізь призму даного критерію можна виокремити угоди, в результаті яких виникає позитивний ефект створення доданої економічної вартості для власників банку, та угоди, в результаті яких руйнується вартість.

Стосовно обґрунтування мети максимізації добробуту акціонерів у трансбанківських угодах М&А відомий американський вчений Дж. Сінкі наводить такий перелік гіпотез:

- інформаційна гіпотеза стверджує, що контрагенти володіють приватною (внутрішньою) інформацією, яка дозволяє їм успішно ідентифікувати недооцінені компанії;
- гіпотеза “ринкової міці” – зростання цін внаслідок викупу компаній, оскільки горизонтальні поглинання призводять до монополізації;
- гіпотеза синергії акцентує увагу на синергетичному ефекті економії від масштабу, зниження витрат обігу чи маркетингу та від звільнення надлишкових активів;
- податкова гіпотеза стверджує, що скорочення податкових зобов’язань стимулює поглинання. Хоча податки є витратами на ведення бізнесу, податкова гіпотеза розглядається, головним чином, як фінансова синергія, а не як синергетичний ефект від скорочення витрат;
- гіпотеза неефективного управління стверджує, що компанії з неефективним менеджментом стимулюють поглинання, оскільки менеджери не максимізують вартість своїх фірм;
- гіпотеза диверсифікації – поглинання можуть бути вигідними завдяки перевагам диверсифікації: ризик в об’єднаній компанії є нижчим від ризику окремих компаній [7, с. 916].

При цьому, на думку відомих теоретиків і практиків, ефект синергії є найбільш поширеним обґрунтуванням зацікавленості менеджерів та власників бізнесу в проведенні угод злиття та поглинання.

Ефект синергії – це здатність створювати вартість, яка перевищує сепаративну вартість компанії, що поглинається, за рахунок використання активів обох компаній.

На практиці розрізняють операційні та фінансові синергії.

До операційних відносять синергії, які дозволяють фірмам збільшувати власний операційний дохід, підвищувати темпи зростання чи досягати того й іншого одночасно [3, с. 930]. Операційні синергетичні ефекти включають такі різновиди: економія від масштабу, цінова влада, об’єднання різних функціональних сил, прискорене зростання на нових та існуючих ринках.

Фінансовими називають ефекти синергії, в результаті яких винагорода набуває форми зростання грошових потоків чи зниження вартості капіталу (ставки дисконтування). Так, наприклад, у результаті об’єднання компанії, яка має надлишкову ліквідність і дефіцит ви-

сокодохідних проектів, з компанією, в якій є проекти, але бракує фінансових ресурсів, може створюватися додаткова вартість. Також внаслідок об'єднання можуть з'явитися можливості щодо залучення додаткових чи дешевших кредитних ресурсів, оскільки прибутки та грошові потоки учасників угоди можуть стати більш стабільними та прогнозованими. Крім того, до фінансових синергій належать можливості оптимізації оподаткування, які виникають в угодах злиття та поглинання.

Вартість угоди практично безпосередньо залежить від того, як оцінюють ефект синергії покупець і продавець. При цьому часто компанії переоцінюють даний ефект, що загрожує значними втратами для покупця.

У припущеннях гіпотези синергії менеджери банку-покупця та банку-продавця будуть зацікавлені в проведенні злиття тільки тоді, коли така реорганізація бізнесу збільшить доходи їх акціонерів і, як наслідок, основним мотивом для прийняття рішення менеджментом банку-покупця буде одержання синергетичних ефектів (рис. 1).

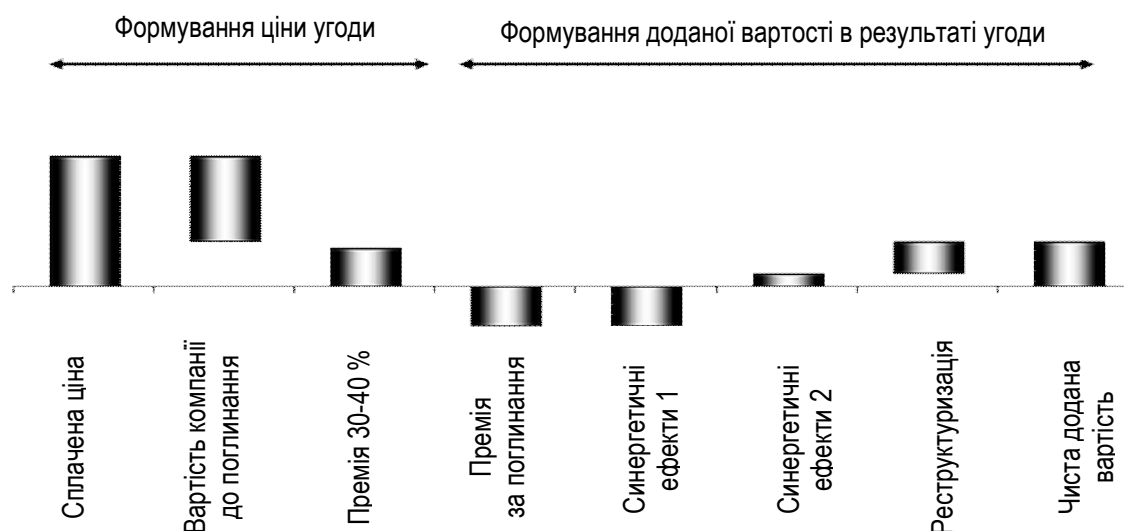


Рис. 1. Механізм створення вартості в угодах злиття та поглинання

Оцінка ефекту синергії проводиться на базі методу DCF (дисконтованого грошового потоку) відповідно до наступної процедури:

1. Незалежна дискретна оцінка ринкової вартості банків, які беруть участь у злиттях та поглинаннях, методом DCF зі ставкою дисконтування, що дорівнює WACC кожної сторони.
2. Оцінка вартості об'єднаного банку без урахування синергії як результат простого додавання вартостей окремих банків.

3. Оцінка синергетичного ефекту на основі очікуваного зростання об'єднаної компанії і її *cash-flow* та оцінка ринкової вартості об'єднаної компанії з урахуванням синергетичного ефекту.
4. Оцінка вартості синергії як різниці між ринковою вартістю об'єднаної компанії з урахуванням ефекту синергії та без нього.

Для того, щоб оцінити вплив злиття та поглинання на *cash-flow* об'єднаної компанії, необхідно спочатку відповісти на питання:

- в якій формі проявиться синергія: зниження витрат на одиницю продукції чи очікуване зростання прибутку в майбутньому;
- коли (в який момент часу) проявиться вплив синергії на *cash-flow* об'єднаної компанії, коли очікується прибуток від синергії [8, с. 239].

При прийнятті рішень про злиття чи поглинання виникають дві типові задачі:

- визначити максимально допустиму ціну банку, який купується;
- визначити форму оплати.

Максимально допустиму ціну банку можна визначити на основі зіставлення ефекту від поглинання та витрат на проведення операції або за формулою (1):

$$C_{B2} = V_{B1+B2} - V_{B1}, \quad (1)$$

- де C_{B2} – максимально допустима ціна банку, який купується;
 V_{B1+B2} – вартість об'єднаних банків з урахуванням ефекту синергії;
 V_{B1} – вартість банку покупця до угоди злиття та поглинання.

Таким чином, максимальна премія продавцеві за контроль має знаходитись у рамках величини створеної доданої вартості. У випадку, коли реальна ціна угоди дорівнює розрахованій максимально допустимій ціні, тоді позитивний ефект від операції перерозподіляється повністю на користь продавця.

У міжнародній практиці угоди M&A можуть відбуватись методом придбання активів чи викупу звичайних акцій. У випадку використання методу придбання активів банк-покупець купує всі або частину активів продавця, використовуючи при цьому свої готівкові кошти чи акції як форму оплати. При цьому банк-продавець розподіляє, як правило, власні грошові кошти чи акції серед своїх акціонерів у формі високоліквідних дивідендів і реформується таким чином. У той же час у деяких випадках угод з придбанням активів фірма-продавець може

продовжити діяльність як самостійна, але менша за розмірами корпорація [6, с. 551-552].

Якщо злиття та поглинання відбуваються методом викупу акцій, тоді банк-продавець припиняє своє існування, а покупець бере на себе всі активи та пасиви продавця.

Стосовно етапів процесу злиття та поглинання фахівці виокремлюють 5 основних, а саме:

- розробка стратегії поглинання;
- відбір та аналіз потенційного об'єкта поглинання;
- переговорний процес та укладання угоди;
- оцінка та стабілізація ситуації;
- інтеграція.

Таким чином, весь процес починається з попереднього етапу, який зводиться до детального вивчення компанії та галузі, в якій вона функціонує. Завершується процес детально спланованою інтеграцією після злиття, яка проводиться по можливості швидко, щоб компенсувати цінову премію, сплачену за поглинання [4, с. 139].

При цьому, на думку спеціалістів компанії McKinsey, фатальним для угод, як правило, є інтеграційний етап злиття та поглинання: до 70 % всіх невдалих угод пов'язані з прорахунками на стадії інтеграції [5, с. 33].

Всі злиття та поглинання спрямовані на створення вартості. Саме інтеграція є одним із найважливіших способів досягнення даної мети. Перш ніж наважитись на злиття та поглинання, банки зазвичай виявляють можливості для створення вартості чи ефектів синергії, які “вивільняються” в результаті угод. Як правило, дані можливості оцінюються крізь призму можливості виправдати премію, яку сплачує покупець, та ризиків, пов'язаних з інтеграцією. Адже часто на практиці процесові інтеграції приділяється менше уваги, і контрагенти не намагаються виявити та використати всі можливості, які надає їм злиття та поглинання. У результаті чого хибно визначаються довгострокові та короткострокові пріоритети й приймаються недалекоглядні рішення, котрі не дозволяють у подальшому реалізувати сприятливі стратегічні можливості.

Аналіз світового досвіду засвідчує, що для успішних угод злиття та поглинання характерно створення вартості на трьох рівнях:

- досягається короткостроковий синергетичний ефект (тобто синергетичний ефект, який можна отримати за короткий проміжок часу): усуваються дублюючі функції, активи та процеси, каталізуються додаткові доходи, формуються перехресні продажі та забезпечується стабільне функціонування бізнесу;

- реалізуються приховані можливості компанії, які з'являються тільки в результаті злиття та поглинання, оскільки в рамках однієї компанії об'єднується все найефективніше – активи, бренди, кращі співробітники. Іноді, завдячуючи перетворенням, проведеним при злитті, компанії виходять на новий рівень ефективності;
- реалізуються нові стратегічні можливості, які з'являються в результаті об'єднання конкурентних переваг двох компаній, що може проявлятися у виході на нові ринки, розробці нових технологій та ін.

У зв'язку з цим, на наш погляд, важливо розуміти природу цих трьох різних джерел створення вартості, а не лише акцентувати увагу на оцінці короткострокових синергетичних ефектів.

Для оцінки економічної доцільності операції злиття та поглинання крізь призму створення вартості пропонуємо таку економічну модель:

$$NAV = \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{(1+r)^n} + \frac{\sum_{i=1}^k IO_i}{(1+s)^k} = \frac{\sum_{i=1}^m SO_i}{(1+g)^m} - \pi, \quad (2)$$

де NAV – нова додана економічна вартість для банку-покупця;

S_i – вартісне вираження синергетичного ефекту, отриманого від операції в i -й рік функціонування об'єднаного банку;

IO_i – вартісне вираження нових прихованих можливостей, які з'являються в i -й рік на етапі інтеграції;

SO_i – вартісне вираження стратегічних можливостей, які з'являються в i -й рік на етапі інтеграції;

n – рік, в якому планується отримання синергетичного ефекту;

k – рік, в якому планується реалізація прихованих можливостей злиття та поглинання;

m – рік, в якому планується реалізація стратегічних можливостей;

r – ставка дисконтування для отриманих вигід синергії;

s – ставка дисконтування для отриманих вигід реалізації нових можливостей;

g – ставка дисконтування для отриманих вигід реалізації стратегічних можливостей;

π – премія.

Угода має економічну доцільність, якщо $NAV > 0$. За умови наявності декількох стратегічних альтернатив максимізація NAV може слугувати критерієм вибору об'єкта для злиття та поглинання.

Дана модель має практичне спрямування і дозволяє глибше враховувати чинники створення доданої вартості в міжбанківських угодах М&А. Крім розмежування ефектів синергії та додаткових можливостей етапу інтеграції бізнесу, в моделі враховується фактор часу, що інтегрує останню з положеннями класичної інвестиційної теорії.

Висновки. Отже, угоди злиття та поглинання банків мають широкі можливості з точки зору реалізації ключових стратегічних завдань і кристалізації доданої вартості бізнесу. Однак, незважаючи на високу кількісну динаміку, на практиці в більшості випадків так і не створюється вартість. Це пов'язано насамперед з неадекватними оцінками ефекту синергії та обмеженим використанням додаткових прихованих та стратегічних можливостей створення доданої вартості на етапі інтеграції.

Застосування запропонованої моделі оцінки доданої вартості для банку-покупця дозволить ефективніше використовувати можливості угод злиття та поглинання, в тому числі вибудовуючи власну цінову політику та зовнішню стратегію розвитку.

Список літератури

1. Васильченко, З. М. Комерційні банки: реструктуризація та реорганізація [Текст] : монографія / З. М. Васильченко. – К. : Кондор, 2004. – 528 с.
2. Газин, Г. Наука поглинень [Текст] / Г. Газин, Д. Манаков // Вестник McKinsey. – 2003. – № 2(4). – С. 7–23.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1 344 с.
4. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин ; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
5. Пэлтер, Р. Уроки поглотителей [Текст] / Р. Пэлтер, Д. Шринивасан // Вестник McKinsey. – 2006. – № 14. – С. 14–26.
6. Роуз, П. С. Банковский менеджмент [Текст] / П. С. Роуз ; пер. с англ. со 2-го изд. – М. : Дело Лтд, 1995. – 768 с.
7. Синки Дж., мл. Управление финансами в коммерческих банках [Текст] / Дж. мл. Синки ; пер. с англ. 4-го переработанного изд. ; под ред. Р. Я. Левиты, Б.С. Пинскера. – М. : 1994, Catallaxy. – 820 с.
8. Стратегия и стоимость коммерческого банка [Текст] / И. А. Никонова, Р. Н. Шамгунов. – 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 304 с.
9. Kelly, J. Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success [Text] / J. Kelly, C. Cook, D. Spitzer. – KPMG. M&A Global Research Report, 1999.

Summary

In this article has been considered questions of economic efficiency of M&A deals in banking business in terms of value creation, analyzed role of synergy effect in M&A deals, built respective economic model of added value estimation.

Отримано 22.04.2010