

STATE AND UNFUNDED FINANCING OF HOUSING CONSTRUCTION: PROBLEMS, PROSPECTS AND NEW PRODUCTS IN THE DOMESTIC MARKET OF REAL ESTATE

Summary. The article deals with state and non-state financing of housing construction and financing mechanisms for housing construction with the help of non-state sources, first of all for the availability of housing for ordinary citizens of Ukraine. An integral component of the promotion of the construction of residential and commercial facilities is the ramified and diversified financial mechanism of mortgage lending. Mutual Investment Institutions (CIIs), which are investment funds with the accumulation of investors' funds for the purpose of further investment in the purchase of securities, the acquisition of corporate rights and real estate objects, are of great encouraging role, domestic developers are increasingly using the instruments of tax administration that they provide joint investment institutes. One of the priority directions of the development of infrastructure maintenance of the functioning of the domestic real estate market is to increase the activity of insurance companies in the field of property insurance, construction risks, risks associated with the responsibility of housing market agents, as well as risks arising from the conclusion of civil law agreements with housing. Implementation of the system of mechanisms in the unity of the levers of state housing policy, innovative instruments of non-bank financial institutions, as well as the development of housing and market infrastructure can have a powerful synergistic effect on the development of the Ukrainian real estate market and the development of the construction industry. The introduction of a diversified system of housing co-operation can become a powerful engine for solving the housing problem in Ukraine and increasing the level of affordability of housing for ordinary citizens of Ukraine. This implies the implementation of the mechanism of accumulation of funds on special accounts of the Savings Bank and guaranteed their state indexation by budget funds in case of exchange rate changes; state guarantee of construction savings return of their funds in the event of force majeure; state subsidies (bonuses) of deposits of the population within the framework of building savings, as well as the prohibition of construction savings banks to conduct other types of economic activity, except for their inherent nature.

Key words: real estate, state financing, non-state financing, housing construction.

УДК 65.016.4

Рудь О. О.

*аспірант кафедри стратегії підприємств
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана*

Rud Oleksandr

*Postgraduate Student at Enterprise Strategy Department
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman*

ПІДХОДИ ТА ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОБҐРУНТУВАННЯ УГОД ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

Анотація. У статті надано характеристику стратегічних рішень про злиття та поглинання, що розглядаються через основний мотив їх здійснення, яким є отримання синергії. Визначено основні етапи формування стратегічних рішень злиття та поглинання. Особливу увагу приділено дослідженню основних підходів до обґрунтування угод злиття та поглинання, визначено головні недоліки традиційного підходу. Розглянуто ефективність угоди злиття та поглинання через оцінювання синергійного ефекту щодо отримання стратегічних можливостей від об'єднання двох компаній. Визначено методологію та інструментарій обґрунтування угод злиття та поглинання через застосування теорії реальних опціонів. Наведено характеристику моделі Black & Scholes та методу біноміального дерева. Визначено основні переваги та недоліки застосування теорії реальних опціонів для обґрунтування угод злиття та поглинання.

Ключові слова: злиття та поглинання, ефект синергії, стратегічні рішення, метод дисконтування грошових потоків, теорія реальних опціонів, модель Black & Scholes, метод біноміального дерева.

Вступ та постановка проблеми. У розпорядженні кожної компанії є цілий набір внутрішніх та зовнішніх механізмів зростання. Внутрішні механізми реалізуються через збільшення прибутковості наявних активів, підвищення операційної ефективності та продуктивних інновацій, а зовнішні – переважно за рахунок злиттів, поглинань та створення стратегічних альянсів.

Злиття відбувається тоді, коли сумарні операції та активи двох компаній зливаються шляхом поміщення їх під контроль керівництва нової компанії, що перебуває в спільному володінні акціонерів вихідних компаній.

Злиття та поглинання – це елементи реалізації стратегії зростання підприємства, які націлені на вирішення різних завдань, таких як отримання ефектів масштабу, розширення географії діяльності, посилення ринкових

позицій або фінансової потужності, перехід в нові, більш перспективні галузі, доступ до передових технологій.

Незважаючи на широке застосування в організації такого традиційного інструмента економічного аналізу ефективності капіталовкладень, як розрахунок чистої поточної вартості (NPV), внутрішніх норм рентабельності (IRR) та термінів окупності, він часто піддається критиці за статичність.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема злиття та поглинання давно привертає увагу зарубіжних та вітчизняних дослідників. Вагомий науковий базис щодо розвитку злиття та поглинання загалом створено такими вченими, як В.Г. Андрійчук, С.І. Дем'яненко, Ю.С. Коваленко, М.Й. Малік, П.Т. Саблук, М.Й. Хорунжий, В.В. Юрчишин. Значна увага процесам злиття та погли-

нання компаній, а також їх обґрунтуванню приділяється у світовій теоретичній, практичній науці, що представлена працями таких вчених, як І. Ансофф, А.П. Гохан, Д. Депамафеліс, Ф. Рід, Р.С. Фостер, Л. Сіроуер, Дж. Стіглер.

Проте сучасні глобалізаційні процеси приводять до інтенсифікації економічних процесів та зміни не тільки самих ринків, але й основ їх функціонування, що виявляє недостатність вузько спрямованих поглядів науковців на ці проблеми й потребує такої ж інтенсифікації та масштабів сучасних наукових досліджень щодо обґрунтування ефективності угод злиття та поглинання.

Метою роботи є характеристика основних підходів до економічного обґрунтування угод М&А, визначення аналітичного інструментарію для оцінювання угоди в умовах дефіциту інформації та невизначеності.

Одним з найпоширеніших методів оцінювання привабливості інвестиційних проектів або компаній для поглинання є метод дисконтування грошових потоків (DCF). Однак, незважаючи на вже перевірену часом ефективність та відносну простоту застосування, цей метод має низку недоліків. Наприклад, він не дає змогу враховувати управлінську гнучкість менеджменту, в результаті чого часто відбувається недооцінка угод, які залежать від факторів з високим ступенем невизначеності, таких як ціни на нафту, вугілля, метали, нерухомість.

Методи враховують лише досяжні та найбільш прогнозовані, матеріальні фактори, ігноруючи нематеріальні, якими є майбутні конкурентні переваги, потенційні можливості та гнучкість управління, тому виникає потреба альтернативного методу планування капіталовкладень, обґрунтування вартості угод злиття та поглинання, яким є інструментарій реальних опціонів. За допомогою певного набору методів, що застосовуються для оцінювання фінансових опціонів, можна підрахувати ту частину вартості угоди, яка створюється за рахунок активного управління та стратегічної взаємодії.

Результати дослідження. У розпорядженні кожної компанії є цілий набір внутрішніх та зовнішніх механізмів зростання. Внутрішні механізми реалізуються через збільшення прибутковості наявних активів, підвищення операційної ефективності та продуктивних інновацій, а зовнішні – переважно за рахунок злиття, поглинання та створення стратегічних альянсів.

Злиття відбувається тоді, коли сумарні операції та активи двох компаній зливаються шляхом переміщення їх під контроль керівництва нової компанії, що перебуває в спільному володінні акціонерів вихідних компаній.

Злиття та поглинання – це елементи реалізації стратегії зростання підприємства, які націлені на вирішення різних завдань, таких як отримання ефектів масштабу, розширення географії діяльності, посилення ринкових позицій або фінансової потужності, перехід у нові, більш перспективні галузі, доступ до передових технологій.

Прагнення отримати ефект синергії разом з позитивним фінансовим результатом у вигляді премії є однією з основних причин укладання угод зі злиття та поглинання компаній, оскільки щодо менеджменту комбінування стратегічного та фінансового ефекту від М&А створює передумови зростання ефективності та конкурентоспроможності компанії.

Отримання синергії є основним мотивом злиття та поглинання. Якщо припустити, що вона існує, то цінність об'єднаної компанії повинна перевищувати суму цінностей компанії-покупця та компанії-цілі, що діють незалежно одна від одної [5]:

$$P(A+B) > P(A) + P(B),$$

де $P(A+B)$ – цінність компанії, створеної в результаті об'єднання; $P(A)$ – цінність компанії А, яка діє незалежно; $P(B)$ – цінність компанії В, яка діє незалежно.

При цьому іноді може виникати також негативна синергія, за якої:

$$P(A+B) < P(A) + P(B).$$

У такому разі укладання угоди М&А є недоцільним, тому має бути відхилено.

Ефект синергії від злиття (поглинання) компаній – це додана вартість від об'єднання та узгодженої дії бізнесів, що виникає внаслідок ефективнішого використання факторів виробництва, що дає змогу підсилити або отримати конкурентні переваги об'єднаної системи, досягнення яких було б неможливим за розрізненого функціонування бізнес-одиниць, а також є сумою всіх вигід (синергій) від створення єдиної інтегрованої системи [8].

Стратегічні рішення є різновидом управлінських рішень та пов'язані з рішеннями, що мають значення для підприємства загалом, зокрема визначення його позиції щодо конкурентів, споживачів, товарів, ринків, макросередовища.

Стратегічні рішення визначають загальний напрям розвитку підприємства та його життєздатність в умовах подій, що прогножуються, несподіваних подій та зовсім невідомих сьогодні, які можуть відбутися у його оточенні. З огляду на це стратегічні рішення формуються для гнучкого регулювання процесів на підприємстві та враховують вплив зовнішнього середовища, що дає змогу формувати та підтримувати довгострокові конкурентні переваги й дає підприємству можливість виживати в довгостроковій перспективі та досягати запланованих цілей [7].

З огляду на вищезазначене формування та реалізація стратегічних рішень злиття й поглинання – це основні процеси стратегічного управління підприємством в контексті здійснення стратегії зростання. Під формуванням стратегічних рішень злиття й поглинання слід розуміти процес, який є складним та багатостороннім, оскільки він зводиться до висунення, оцінювання та відбору стратегічних варіантів для придбання з урахуванням того, що він проходить в умовах нестабільності зовнішнього середовища та за певного рівня невизначеності, що накладає певні обмеження щодо доступності інформації та створює труднощі під час планування подальшої реалізації цих рішень. Виходячи з цього, виділяємо основні етапи формування стратегічного рішення.

1) Діагностика проблем. На цьому етапі виявляються проблеми, що мають або можуть мати місце під час розроблення або реалізації стратегії підприємства, ідентифікуються ризики, з якими підприємство може стикнутися під час здійснення своєї діяльності.

2) Розроблення стратегічного рішення. На цьому етапі відбуваються постановка завдання, формування критеріїв та обмежень рішення, розроблення альтернативних варіантів рішення.

3) Підготовка стратегічного рішення. Саме до цього етапу інтегрується процес ризик-менеджменту, який включає аналіз (ідентифікацію) ризиків у розроблених стратегічних альтернативах, оцінювання рівня ризику в альтернативах, а також вжиття заходів щодо зменшення рівня ризику або послаблення його можливого негативного впливу [3].

Незважаючи на популярність розвитку бізнесу шляхом злиття та поглинання, а також значну кількість угод протягом останніх років, часто вони не забезпечують бажаного ефекту, не створюють додаткової вартості для учасників, хоча й вимагають тривалого й недешевого процесу юридичних та фінансових перемовин.

Відсутність протягом тривалого періоду після завершення угоди синергічних ефектів свідчить про недостатнє планування інтеграційного процесу та виникнення непередбачених ризиків. Неможливо швидко визначити всі можливі області «збереження синергії» (ситуації, за яких об'єднані організації досягають суттєвої економії ресурсів та збільшення доданої вартості). Питання часу є досить критичним, і якщо всі напрями «збереження синергії» не буду визначені в короткий проміжок часу, то зростає ризик розвитку негативних настроїв у обох сторін угоди.

Управління ризиками під час реалізації угод злиття та поглинання – це процеси, пов'язані з ідентифікацією, аналізом ризиків та прийняттям рішень, які включають максимізацію позитивних та мінімізацію негативних наслідків настання ризикових подій під час M&A. Процес управління ризиками є циклічним та складається з п'яти етапів, а саме ідентифікації, оцінювання, аналізування, управління й моніторингу ризиків.

Найчастіше прийняття стратегічних рішень злиття та поглинання здійснюється в умовах недостатності або невизначеності знань про майбутнє, коли отримання необхідної інформації є складним, трудомістким, дорогим або зовсім неможливим завданням. Як сказав П. Друкер [6], під час стратегічного планування маємо справу не з майбутніми рішеннями, а з майбутнім рішень, які приймаються сьогодні. Однак навіть сама невизначеність бізнес-середовища містить багато корисної інформації для вибору адекватного стратегічного рішення. По-перше, майже завжди можна ідентифікувати явні тенденції, які дають змогу спрогнозувати попит на майбутню продукцію. По-друге, завжди існують такі чинники, про які поки нічого не відомо, однак вони цілком пізнавані за умови грамотного аналізу. Невизначеність, яка зберігається після того, як випробувані всі доступні методи аналізу, називається залишковою. Проте часто навіть залишкова невизначеність піддається деякому оцінюванню.

Консультанти з компанії "McKinsey & Company" Х. Кортні, Дж. Керкланд і П. Вігер стверджують, що «традиційні» інструменти вибору того чи іншого варіанта для придбання під час здійснення стратегічного рішення в умовах невизначеності можуть бути «відверто небезпечними». Річ в тім, що недооцінка невизначеності в такому разі може привести до вибору стратегічних рішень, які або не захищають від небезпек, або не дають змогу скористатися шансами, ймовірними за високих рівнів невизначеності, тому існує потреба керівникам підприємств під час процесу формування стратегічних рішень злиття та поглинання перш за все ідентифікувати рівень невизначеності. Саме ідентифікація рівня невизначеності дасть змогу вибрати відповідний аналітичний інструмент.

Під час обґрунтування вартості угод злиття та поглинання використовують дві основні фінансові концепції, а саме концепції вартості грошей у часі та зв'язку ризику з прибутковістю, що дає змогу визначити очікування компанії, яка купує, як дисконтований вільний грошовий потік, що генерується компанією-ціллю в майбутньому.

Вартість угоди безпосередньо залежить від того, як компанії, що є суб'єктами злиття й поглинання, оцінюють синергічні ефекти. При цьому вони дуже часто переоцінюють їх, а це загрожує значними втратами компанії, яка купує. Оптимальна вартість – це результат ефективності угоди, яку можуть створити синергічні ефекти, що визначається підходами до обґрунтування злиття, поглинання та продажу активів.

Традиційний (проектний) підхід – це аналіз ефективності угод злиття та поглинання, що здійснюється через застосування моделей оцінювання справедливої вартості

компанії та визначення вартісного виразу створеної доданої вартості в результаті злиття або поглинання, тому використовують такі методи визначення вартості:

- визначення справедливої вартості компанії (затратний метод);
- метод аналогів (мультиплікаторів);
- дохідний метод (метод дисконтованих грошових потоків) [5].

Для визначення справедливої вартості компанії (затратний метод) застосовується метод дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF). Цей метод розглядає вартість компанії-цілі як суму генеруючих нею грошових потоків протягом передбачуваного періоду. Формула виглядає таким чином:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

де r – ставка дисконтування; t – період [2].

Для початку варто відзначити переваги цієї моделі оцінювання, головною з яких є не просто аналіз грошових потоків та фінансових показників, але й облік альтернативних можливостей отримання прибутковості. Сутність полягає в тому, що необхідно враховувати прибутковість тієї чи іншої угоди M&A одночасно в сукупності з прибутковістю безризикового активу (найчастіше цим є або відсоток в банківському депозиті, або державна облігація).

Стратегічний підхід – це ефективність угоди злиття та поглинання, що розглядається через оцінювання синергічного ефекту щодо отримання стратегічних можливостей від об'єднання двох компаній.

Фактично будь-яка угода складається з трьох основних стадій:

- вироблення стратегії;
- вибір об'єкта, проведення операції;
- інтеграція поглиненої компанії.

Модель Black & Scholes є найбільш поширеним інструментом оцінювання реальних опціонів. Модель оцінювання опціонів Black & Scholes, пізніше адаптована Робертом Мертоном для оцінювання інвестиційних можливостей в реальному секторі, враховує шість чинників, що визначають вартість реального опціону (як і фінансового). Інтерпретація вхідних параметрів моделі Блека-Шоулза для оцінювання реального опціону щодо оцінювання реального опціону на подальше розширення на основі компанії, яка здійснює поглинання (подальші поглинання, вихід на нові або перспективні ринки тощо), є такою [9]:

$$C = S \times e^{-bt} \{N(d_1)\} - X \times e^{-rt} \{N(d_2)\},$$

$$\text{де } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r - b + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}, \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}.$$

Вартість базового активу (S). В цьому разі базовий актив – це вартість компанії, яку планується поглинути. Оцінювання вартості здійснюється переважно дохідним методом (приведена вартість вільного грошового потоку).

Дисперсія вартості базового активу (σ) – це ступінь невизначеності потенційної угоди злиття поглинання. Для оцінювання можна виділити два основних способи розрахунку дисперсії базового активу:

- розрахувати дисперсію приведених грошових потоків компанії, яку планується поглинути;
- якщо історія компанія досить коротка, можна використати дисперсію грошових потоків компанії-аналогів;

Ціна виконання опціону (X) – це ті кошти, які необхідно інвестувати на здійснення злиття поглинання.

Безризикова процентна ставка (r) – це ставка, яка відповідає строку виконання опціону.

Термін до закінчення часу дії опціону (t) (в класичному розумінні) – це той часовий проміжок, по закінченню якого інвестор втрачає право виконання опціону. В контексті злиття та поглинання це є тим проміжком часу, коли значення невизначеності є несуттєвим або нульовим для угоди.

Дивіденди, які виплачуються по базовому активу (b). Якщо компанія-ціль прибуткова вже зараз, то за всіх інших рівних умов очікування означає втрату потенційного прибутку [4].

Для оцінювання реальних опціонів методом біноміального дерева слід побудувати дві сітки: перша є сіткою зміни значення базисного активу; друга – сіткою розрахунку вартості опціону. Задля отримання значення опціону потрібно провести розрахунок таких параметрів:

$$u = e^{\sigma\sqrt{\delta t}},$$

$$d = e^{-\sigma\sqrt{\delta t}} = 1 / u,$$

$$P = \frac{e^{(r-b)(\delta t)} - d}{u - d}.$$

де S – вартість базисного активу в момент виконання опціону, дисконтована до моменту оцінювання; X – вартість виконання опціону; σ – невизначеність (максимальне відхилення натурального логарифма вільних грошових потоків базисного активу від середнього значення); t – термін виконання опціону; r – безризикова процентна ставка; b – грошові втрати у вигляді дивідендів, які виплачуються по базовому активу [1].

На підставі зазначених параметрів розраховуються фактори висхідного та низхідного руху, а саме “ u ” (“up”) і “ d ” (“down”), а також ступінь безризикової ймовірності “ P ” (“probability”). Фактор висхідного руху – це ймовірність зростання вартості опціону в цьому часовому проміжку.

Фактор спадного руху є величиною, зворотною фактору висхідного руху. Зворотна залежність факторів висхідного та низхідного руху обумовлює виконання характеристики сходження біноміальної сітки.

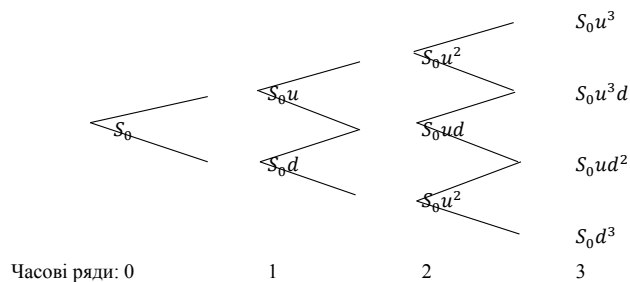


Рис. 1. Біноміальне дерево з трьох часових періодів [1]

Слід зазначити, що під час збільшення кількості часових періодів в дереві значення вартості опціону, отримане під час використання біноміальної моделі, наближається до значення вартості опціону, отриманого під час використання моделі Black & Scholes, яка є безперервною.

Точність, мабуть, є найбільш суттєвою перевагою моделі Black & Scholes перед біноміальною моделлю.

Біноміальна модель є більш простою, гнучкою та зрозумілою, а також дає змогу проводити оцінювання різних видів реальних опціонів.

На відміну від традиційного способу DCF, ROV-метод передбачає можливість розвитку компанії різними шляхами й дає кількісну оцінку цієї можливості.

Реальні опціони враховують можливості неотримання запланованого прибутку та виходу з проекту або припинення його фінансування, тобто дають більш реалістичну картину майбутнього.

Якщо метод DCF передбачає тільки два можливих результати, а саме інвестувати чи ні, то часто результатом використання опціонної моделі є також план управління компанією або звід обґрунтованих рекомендацій щодо дій в тих чи інших умовах в майбутньому.

Реальні опціони дають змогу відкласти початок масштабних капіталовкладень до появи у керівництва більшої впевненості в їх прибутковості та доцільності.

Висновки. Оцінювання за допомогою реальних опціонів є можливим для будь-якої компанії під час здійснення угоди злиття чи поглинання, хоча деякі компанії мають більш широкі можливості для їх застосування, ніж інші. Існують три основних чинники, що вказують на можливість оцінювання за допомогою реальних опціонів:

- сильний менеджмент, постійний пошук можливостей для збільшення вартості бізнесу;
- лідируючі позиції в якійсь галузі або перспективний бізнес (лідерам слід використовувати всі можливі нові варіанти оцінювання свого майбутнього);
- компанії, що працюють на новому ринку, перспективи якого зовсім незрозумілі, а потенціал яких оцінити досить складно (опціонний підхід дає їм можливість приблизно оцінити майбутнє).

Опціонний підхід також базується на принципах дисконтування, однак враховує управлінську гнучкість, оскільки проект розглядається як система опціонів, які реалізуються або реалізуються в майбутньому.

Використання теорії реальних опціонів має значні можливості для адаптації та вдосконалення наявних у сучасній практиці фінансового аналізу методів оцінювання та аналізу угод злиття й поглинання. Узагальнюючи викладене, можемо зробити висновок про те, що грамотне й творче використання елементів теорії реальних варіантів особливо важливо для аналітичної роботи:

- зі складними, багатостадійними інвестиційними проектами;
- зі стартап-бізнесами та проектами венчурного фінансування;
- з проектами, реалізація яких планується в середовищі з високими ступенем невизначеності, ринками з високою волатильністю тощо (для здійснення угод злиття та поглинання);
- з компаніями, що перебувають у складному фінансовому становищі.

Основна складність широкого впровадження в практику елементів теорії реальних опціонів полягає у використанні досить складного математичного інструментарію, а також відсутності формалізованої методики ідентифікації та структуривання портфеля реальних опціонів проекту.

Список використаних джерел:

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Москва : Олимп-бизнес, 2008. 1012 с.
2. Бухвалов А.В. Реальны ли реальные опционы. *Российский журнал менеджмента*. 2006. № 3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/realny-li-realnye-optsiyony> (дата звернення: 20.05.2019).
3. Вороніна А.В., Копил О.В. Прийняття стратегічних рішень в умовах невизначеності та ризику. *Молодий вчений*. 2016. № 1(1).

4. Давиденко А.А. Учет активности конкурентного окружения в оценке премии в сделках слияния и поглощения. *УЭКС*. 2014. № 8(68). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/uchet-aktivnosti-konkurentnogo-okruzheniya-v-otsenke-premii-v-sdelkah-sliyaniya-i-pogloscheniya> (дата звернення: 20.05.2019).
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. 1342 с.
6. Друкер П. Эффективное управление. Экономические задачи и оптимальные решения / пер. с англ. М.В. Котельниковой. Москва : ФАИР-ПРЕСС, 2003. 288 с.
7. Маркова В.Д., Кузнецова С.А. Стратегический менеджмент: курс лекций. Москва : ИНФРА-М ; Новосибирск : Сибирское соглашение, 2002. 288 с.
8. Палига Є.М. Удосконалення методичних підходів до обґрунтування угод щодо злиттів і поглинань компаній на основі оцінки ефекту синергії. *Регіональна економіка*. 2012. № 4. С. 72–81. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/regek_2012_4_11 (дата звернення: 20.05.2019).
9. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции : учебник. Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2016. 1040 с.

ПОДХОДЫ И ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОБОСНОВАНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Аннотация. В статье предоставлена характеристика стратегических решений о слиянии и поглощении, которые рассматриваются через основной мотив их совершения, которым является получение эффекта синергии. Определены основные этапы формирования стратегических решений слияния и поглощения. Особое внимание уделено исследованию основных подходов к обоснованию сделок слияния и поглощения, определены основные недостатки традиционного подхода. Рассмотрена эффективность сделки слияния и поглощения через оценивание синергического эффекта касательно получения стратегических возможностей от объединения двух компаний. Определены методология и инструментарий обоснования сделок слияния и поглощения через применение теории реальных опционов. Приведена характеристика модели Black & Scholes и метода биномиального дерева. Определены основные преимущества и недостатки применения теории реальных опционов для обоснования сделок слияния и поглощения.

Ключевые слова: слияние и поглощение, эффект синергии, стратегические решения, метод дисконтирования денежных потоков, теория реальных опционов, модель Black & Scholes, метод биномиального дерева.

APPROACHES AND TOOLS FOR SUBSTANTIATING MERGERS AND ACQUISITIONS AGREEMENTS

Summary. Strategic decisions about mergers and acquisitions, considered through the main motive of their realization – synergy, are characterized. The basic stages of the formation of strategic decisions on mergers and acquisitions are determined. In the article, special attention is given to the study of the main approaches to substantiating mergers and acquisitions agreements and the main shortcomings of the traditional approach are identified. In this paper, the efficiency of the mergers and acquisitions agreement is considered through the prism of assessing the synergistic effect from the point of view of obtaining strategic opportunities due to the merger of two companies. The methodology and tools of the substantiation of mergers and acquisitions agreements by means of application of real options theory are determined. In the context of the implementation of M&A agreements, it should be noted that one should understand real options, above all, as assets that are acquired for strategic purposes. An asset may not generate cash flows now but the acquisition of rights to use this asset may be valuable due to option characteristics. Identification and accounting of real options in the process of assessing the target companies, on the one hand, will allow making more informed decisions, and on the other hand, they do not limit the company's management to one area of business development. The methodology of real options most reveals its potential in a situation of uncertainty characterized by a combination of a high degree of managerial flexibility (as an opportunity to adapt to changing situations) and high probability of receiving additional information in the future on a separate project or asset. Characteristics of the Black–Scholes model and the binomial tree approach are presented. The main advantages and disadvantages of applying the real options theory to substantiate mergers and acquisitions agreements are identified. Using the combination of the method of discounted cash flow and its modification calculation of the net present value of synergy (NPVS) and the real options method, in order to assess the direct and indirect synergistic effects, one can more deeply analyze the result (efficiency) of a potential M&A agreement and accurately estimate the unique synergistic effects for each specific agreement, and also this will allow obtaining a more accurate assessment of the potential target company.

Key words: mergers and acquisitions, strategic decisions, discounted cash flow, real options theory, Black–Scholes model, binomial tree approach.