

УДК 658.114

Галина ОСТРОВСЬКА
Володимир ТИТОР

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ У ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ: СИНЕРГЕТИЧНИЙ ПІДХІД

Обґрунтовано механізм відбору угод щодо злиття (поглинання), що дає змогу уникнути неефективних угод власників з реструктуризації компаній. Розроблено типологію компаній для цілей злиття і поглинання, систематизовано види компаній-цілей залежно від мотивів угоди. Удосконалено методику оцінювання синергічного ефекту як одного з критеріїв ефективності управління вартістю інноваційної економічної системи. Аргументовано взаємозв'язок між чистою приведеною вартістю ефекту синергії й ефективністю злиттів і поглинань компаній. Доведено доцільність використання збалансованої системи показників для цілей оцінювання ефективності інтеграції.

Ключові слова: управління вартістю, злиття і поглинання компаній, ефективність, синергічний ефект, чистий приведений ефект синергії, премія за контроль.

Галина ОСТРОВСКАЯ, Владимир ТИТОР

Управление стоимостью компании в процессе слияния и поглощения: синергетический подход

Обоснован механизм отбора сделок по слиянию (поглощению), позволяющий избежать неэффективных сделок владельцев по реструктуризации компаний. Разработана типология компаний для целей слияния и поглощения, систематизированы виды предприятий-целей в зависимости от мотивов сделки. Усовершенствована методика оценки синергетического эффекта как одного из критериев эффективности управления стоимостью инновационной экономической системы. Аргументирована взаимосвязь между чистой приведенной стоимостью эффекта синергии и эффективностью слияний и поглощений компаний. Доказана целесообразность использования сбалансированной системы показателей с целью оценки эффективности интеграции.

Ключевые слова: управление стоимостью, слияния и поглощения компаний, эффективность, синергетический эффект, чистый приведенный эффект синергии, премия за контроль.

Halyna OSTROVSKA, Volodymyr TYTOR

Value-based management in the process of mergers and acquisitions: a synergistic approach

Introduction. *The dynamism of the integration processes, activation of mergers and acquisition processes, modernization of enterprises, development of new entrepreneurship forms, strengthening the international expansion of leading companies, the internationalization of capital is a characteristic features of the world economic development present stage. Creating different types of integrated structures becomes one of the effective ways enterprises adapt to the transformation processes, a prerequisite for organizational and economic preconditions for sustainable economic growth and competitiveness increasing of businesses – participants of integrated union. In present business environment of mergers and acquisitions (mergers&acquisitions, M&A) is one of the most important mechanisms for the rising value of enterprises, improving their activity effectiveness, risk diversification and optimization of investment portfolios by achieving a synergistic effect.*

Purpose. *Development and substantiation of methodical approach due to the selection of companies based on synergetic merger (absorption), as a criteria for evaluating the effectiveness of the company value management and making recommendations for its practical application.*

Results. *The author puts forth his conception of the improvement of the technique of the estimation of the synergy effect from mergers and acquisitions of companies.*

Conclusion. *So, mergers and acquisitions of enterprises agreements have ample opportunities in term of the implementation of key strategic objectives and added value business. However, despite the high quantitative dynamics, in practice in most cases, the value still has not been created. This is primarily due to the inadequate estimates synergy effect and limited use of strategic opportunities to create added value in step of integration.*

Keywords: *value based management, mergers and acquisitions, efficiency, synergy effect, net present value synergies, control premium.*

JEL Classification: G300.

Постановка проблеми. В умовах глобалізації світової економіки, зростання масштабів концентрації виробництва і капіталу сучасним суб'єктам господарювання в конкурентній боротьбі на внутрішньому та зовнішньому ринках необхідно використовувати найбільш ефективні інструменти управління. Найчастіше такими інструментами з позиції критерію максимізації вартості є стратегії злиття і поглинання (з англ. mergers and acquisitions, M&A), що дають змогу забезпечити компаніям доступ до новітніх технологій та інновацій, кваліфікованої робочої сили, до освоєння нових ринків збуту і, відповідно, передбачають суттєве зростання вартості активів об'єднаної компанії внаслідок "ефекту синергізму".

У нових умовах на світовому рівні відбуваються суттєві кількісні та якісні зміни на ринку злиттів і поглинань: зростають темпи та масштаби операцій, самі угоди охоплюють практично всі галузі економіки, збільшується безпосередній вплив на розвиток міжнародних економічних відносин, насамперед, на міжнародний рух капіталу в формі прямих зарубіжних інвестицій. З огляду на це, важливим є вивчення існуючого досвіду та перспектив розвитку ринку злиттів і поглинань.

У цьому контексті зазначимо, що світовий ринок угод злиттів і поглинань переживає бум: ще в 2015 р. сума трансакцій перевищила 5 трлн дол. США та подолала рекордний показник 2007 р., що становив

4,6 трлн дол. США. Рік став рекордним і за кількістю мегаугод, сума кожної з яких перевищувала 5 млрд дол. США – загалом було зафіксовано близько 100 таких трансакцій. Лідером серед країн за показником сукупної вартості угод зі злиття та поглинання стали США – близько 50% від загальної вартості угод на глобальному ринку, що зумовлено традиційно високою діловою активністю американських компаній і високим курсом долара. Загалом на ринку рівною мірою були представлені компанії з країн Північної Америки (США та Канада), Європи (Великобританія, Франція, Швейцарія) й Азії (Китай, Гонконг, Південна Корея і Японія). Тенденції розвитку світового фінансового ринку вказують на те, що активність зі здійснення операцій M&A збільшуватиметься і досягне піку в 2017 р. в розвинених країнах і в 2018 р. – у країнах, що розвиваються. При цьому найбільші темпи зростання слід очікувати в Китаї, Гонконгу, Нідерландах, Мексиці та Індії [1]. Як засвідчує практика, найбільш цікавими країнами для інвестування стануть країни Європи – Великобританія, Німеччина й Іспанія, а перспективними галузями і надалі залишаться охорона здоров'я, інформаційні та телекомунікаційні технології.

Варто врахувати, що на світовому ринку відбувається зміна стратегічних вимог до угод зі злиття і поглинання. Замість скорочення витрат, нарощування та консолідації ринку компанії, які прагнуть синергії, акцентують свою увагу на таких пріоритетах, як перехресні продажі, збільшення доходів від реалізації й диверсифікація ринку. Це окреслить пошук нових і цікавих комбінацій M&A, а також вертикального інтересу (на додаток до горизонтального) з боку міжнародних компаній.

Зауважимо, що активність ринку злиттів та поглинань в Україні, як і в інших країнах, тісно корелює зі станом економіки. Новий звіт, підготовлений за ініціативою юридич-

ної фірми “Aequo” спільно з виданням “Mergermarket”, позитивно оцінює перспективи розвитку українського ринку злиттів та поглинань, незважаючи на виклики 2015 р., що відобразилися на зниженні кількості угод на 24% до 26 трансакцій у 2015 р. і сумарній вартості розкритих угод у грошовому еквіваленті, що становив 134 млн євро, порівняно з 768 млн євро у 2014 р. Згідно з опублікованим у січні 2016 р. звітом Світового банку, в економіці України відбудеться похваллення та передбачається зростання (з 12% у 2015 р.): 1% у 2016 р. та 2% у 2017 і 2018 рр. За прогнозами Світового банку, цьому сприятимуть зниження напруги в озброєному протистоянні на сході України та прогрес у реалізації програми реформ за підтримки МВФ [2].

Поряд із цим, необхідно зазначити, що сучасний вітчизняний ринок злиттів і поглинань характеризується наявністю низки проблем, таких як: політична нестабільність в Україні; економічна нестабільність українських компаній в умовах девальвації національної валюти, зниження темпів зростання національної економіки, що спонукає до відкладення мегаугод; превалювання спекулятивних мотивів угод M&A; відсутність фінансової стабільності на самому ринку злиттів і поглинань; висока залежність від проведення разових крупних угод, переважна орієнтація на внутрішні угоди замість міжнародних, відмова від іноземних інвестицій, якщо є можливість залучити вітчизняні; відсутність транспарентності та доступності інформації при проведенні угод; скорочення можливості залучення позикових коштів для фінансування угод M&A, що зумовлено зростанням ризиків при кредитуванні українських компаній; велика роль органів державної влади у результатах угод M&A; недосконалість українського законодавства щодо аспектів злиття і поглинання та захисту прав інвесторів; зниження реальної вартості бізнесу в умовах кризи, але

не зниження його ціни на ринку (власники українських компаній не готові продавати активи за кризовими цінами); використання офшорних механізмів у відношенні угод M&A; відсутність ділової культури й етики.

Які ж висновки необхідно зробити з досвіду вітчизняних злиттів і поглинань на основі узагальнення сучасних наукових розвідок у згаданій сфері? Основний з них полягає у такому: вказані угоди мають ґрунтуватися на чітких стратегіях та раціональних тактичних інструментах, які зарекомендували себе на практиці відчутними результатами постінтеграційної діяльності, зокрема підвищенням капіталізації компаній.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Результати наукових досліджень щодо оцінювання ефективності процесів інтеграції з метою капіталізації вартості корпорацій знайшли відображення у працях таких зарубіжних вчених, як: Н. Антил [N. Antill], К. Лі [K. Lee], П. Гохан [P. Gaughan], А. Грегорі [A. Gregory], С. Рід [F. Reed], А. Лажу [A. Lajoux], К. Ферріс [K. Ferris], А. Дамодаран [A. Damodaran], Р. Феррер [R. Ferrer], К. МакКлур [K. McClure], Дж. Кіннунен [J. Kinnunen], Ф. Еванс [F. Evans], Д. Бішоп [D. Bishop], Ш. Пратт [S. Pratt] та ін. У вказаних напрямках економічних досліджень значний внесок зроблено вітчизняними науковцями, такими як І. Бураковський, А. Гальчинський, В. Геєць, Б. Губський, О. Кузьмін, Д. Лук'яненко, А. Максименко, О. Мозговий, Є. Савельєв та ін.

Однак доводиться констатувати незавершеність формування механізму управління вартістю компаній з використанням показника ефекту синергії в контексті їх злиття (поглинання); залишаються малодослідженими методологічні підходи щодо оцінювання ефективності M&A вітчизняних компаній.

Метою статті є розроблення та обґрунтування методичного підходу щодо відбору угод зі злиття (поглинання) компаній на

основі синергічного ефекту як критерію оцінювання ефективності управління вартістю фірми і вироблення рекомендацій щодо його практичного застосування.

Виклад основного матеріалу дослідження. Стратегічним чинником успіху компаній на світових ринках та нарощення міжнародної конкурентоспроможності є стрімке зростання їх вартості в довгостроковому періоді. За цих умов перспектива розвитку компанії ґрунтується на двох альтернативних стратегіях: стратегії органічного зростання і стратегії злиттів та поглинань. Першу стратегію слід зарахувати до якісної форми розширення бізнесу переважно за рахунок внутрішньої інтенсифікації; другу – до кількісної, бо вона заснована на зовнішній експансії компанії на зарубіжні ринки. При цьому основною перевагою стратегії злиття і поглинання перед стратегією органічного зростання є швидкість її реалізації (2–3 роки проти 8 років) [3]. Таким чином, нині один з найбільш поширених напрямів розвитку компаній – це процес злиття (поглинання), який безпосередньо впливає на формування транснаціональної економіки та зачіпає практично всі найбільші компанії світу.

Злиття і поглинання корпорацій є процесом з найбільшими проявами нелінійних ефектів як результату реалізації стратегічного управлінського рішення або випадкової взаємодії підсистем. Цей процес у синергетиці має назву “синергічний ефект”. Таким чином, під злиттям (поглинанням) компанії слід розуміти комплекси дій, спрямовані на збільшення загальної вартості активів за рахунок синергії, тобто переваги спільної діяльності.

Дослідження провідних консалтингових фірм свідчать, що ефект синергії не виникає автоматично, а є результатом цілеспрямованого вартісноорієнтованого управління компанією за наявності у топ-менеджменту компетенцій у сфері управління синергі-

єю. Пріоритетними об'єктами управління синергією мають стати: емерджентність (стимулювання нових можливостей вищої якості); ендогенність (акцент на внутрішні фактори ділової активності); прогнозування флуктуацій (уникнення надмірних відхилень від стану рівноваги); збільшення джерельних точок біфуркації (стимулювання якісних стрибкоподібних змін у самому процесі праці). До загальних передумов синергізму, з цієї точки зору, зараховують: 1) концентрацію ресурсів (у тому числі нематеріальних, інформаційних) у потрібному місці і в потрібний час; 2) можливість взаємодії частин та упорядкування зв'язків (досягнення ефекту когерентності); 3) високий енергетичний потенціал поля взаємодії (дія однієї частини активізується самим фактом

присутності іншої частини); 4) функціональну спеціалізацію частин (включаючи поділ праці, ефект масштабу тощо). При цьому факторами виникнення синергічного ефекту є предмети праці й персонал як потужний і перспективний ресурс, що володіє багатим потенціалом та здатністю до саморозвитку – інтелектуального, культурного, трудового, духовного, морального, соціального.

Джерело ефекту синергії – ефект нової комбінації: факторів виробництва, ринкових сил, знань, інформації, відносин. Отже, ефект синергії – це додана вартість інтегрованої компанії, що формується в результаті як емерджентності, так і очікувань.

Стратегії створення синергічних ефектів, процес їх реалізації та очікуваний результат від вияву ефекту подано в табл. 1.

Таблиця 1

Стратегії створення синергічних ефектів компанії*

Стратегії створення синергічних ефектів	Зміст стратегії	Очікуваний результат стратегії
Організаційна	Зміна структури і принципів управління, поширення нових корпоративних методів управління.	Зростання ефективності управління компанією. Зростання інвестиційної привабливості. Підвищення мотивації персоналу.
Виробнича	Комбінування взаємодоповнюючих ресурсів, диверсифікація асортиментної політики.	Підвищення продуктивності праці. Зростання якості продукції. Підвищення технічного рівня виробництва. Високий рівень виробничого менеджменту.
Комерційна	Вихід на нові сегменти ринку, диверсифікація клієнтури.	Підвищення ринкової позиції компанії. Розширення клієнтської бази.
Фінансова	Зміни структури і ціни джерел фінансування, їх складу	Збільшення фінансової міцності (отримання доступу до джерел фінансування, наприклад, IPO)
Інноваційна	Створення нематеріальних активів, ноу-хау, брендів.	Збільшення можливостей компанії в конкурентній боротьбі. Зростання лояльності покупців. Поліпшення іміджу компанії.
Інвестиційна	Отримання дефіцитних ресурсів, диверсифікація бізнесу.	Зростання інвестиційного потенціалу для розвитку підприємства. Оптимізація виробничого процесу. Захист від конкурентів.
Спекулятивна	Вкладення тимчасово вільних грошових коштів у недооцінені, ліквідні активи або активи з високим потенціалом зростання.	Збільшення ринкової капіталізації компанії в процесі інтеграції.

* Складено авторами.

Слід наголосити на тому, що внаслідок наявності множини напрямів поведінки системи в умовах нерівноважності й нелінійності процесів передбачити синергію доволі складно, тому в процесі планування угод щодо злиття (поглинання) необхідно не лише чітко та ретельно здійснювати правове обґрунтування механізму інтеграції, проводити юридичну і технологічну оцінку угоди, а й застосувати сучасні методики оцінювання ефективності рішення про придбання компанії-цілі, здійснити оцінювання її вартості, проаналізувати гармонізацію рішень щодо поглинання зі стратегією бізнесу, а також ефективність управління бізнесом у післяінтеграційний період [4–8; 15; 18]. Дослідження аудиторів компанії “PricewaterhouseCoopers” дали змогу зробити висновок, що успішність процесів злиття підприємств зростає у разі розроблення плану проведення інтеграції на 15%; здійснення оцінювання репутації (Due Diligence) компанії-цілі – дослідження ринкового середовища, оцінювання ризиків, оцінювання компетентності менеджерів та ін. на 14%; попередньої фінансової оцінки синергічного ефекту від угоди на 24% [9].

На основі системного аналізу наукових джерел зробимо спробу вдосконалити механізм прийняття управлінських рішень з відбору ефективних угод зі злиттів (поглинань) компаній на основі показника синергічного ефекту як одного з критеріїв оцінки ефективності управління вартістю інноваційної економічної системи. Вказаний механізм доцільно подати у вигляді триетапного комплексу процедур:

1) окреслення стратегічного напрямку інтеграції і попередній відбір потенційних компаній з метою злиття (поглинання);

2) аналіз компаній-кандидатів на злиття (поглинання) та обмеження кола об'єктів для укладання угоди;

3) вибір конкретної компанії-цілі на основі оцінки потенційної ефективності інтеграції шляхом розрахунку ефекту синергії і прийняття рішення про доцільність укладання угоди щодо злиття (поглинання).

Послідовність етапів має загальний характер, разом з тим, вона відображає логіку кроків у процесі інтеграції з метою максимізації вартості компанії. Основою для прийняття інтеграційних управлінських рішень є, перш за все, проведення стратегічного аналізу розвитку компанії, визначення її пріоритетів, перспектив та можливостей. При цьому важливо узгодити відповідність політики інтеграції базовій стратегії компанії. Вказаний комплекс процедур фактично передбачає вибір конкретних компаній-цілей на основі дослідження їх господарської діяльності, оцінки стійкості й економічного потенціалу за системою складових. Передбачено також попередній аналіз бізнес-процесів суб'єктів інтеграції. Адже подібність моделей побудови бізнес-процесів суттєво спрощує можливості їх оптимізації на етапі безпосередньої інтеграції та управління ними за умови сформованості цілісної моделі інтегрованого утворення.

Процес вибору компанії-цілі пропонуємо розпочати з визначення мотивів, що дає змогу встановити переважаючий тип угоди (табл. 2). Виходячи з дослідження представлених у літературі мотивів злиття і поглинання, всю їх сукупність, залежно від впливу на ресурси компанії, можна подати у вигляді трьох укрупнених груп: 1) мотиви зменшення витрат; 2) мотиви збільшення або стабілізації ресурсів; 3) мотиви, що не впливають на зміну ресурсів.

При цьому визначимо види компаній-цілей M&A залежно від мотиваційних характеристик угоди (табл. 3).

За підсумками аналізу інвестиційної привабливості пропонуємо скласти зведену таблицю, що дає змогу визначити ті ком-

Залежність типу угоди від її мотиваційних характеристик*

Мотиви	Тип злиття (поглинання)		
	горизонтальне	вертикальне	конгломератне
1. Мотиви зменшення витрат			
Мотив економії на масштабі	+		
Мотив залучення більш якісного управлінського апарату і більш досконалих технологій виробництва	+	+	
Мотив зниження закупівельних цін	+	+	+
Мотив кооперації у сфері НДДКР	+	+	+
Усунення дублюючих функцій	+		
Податкові мотиви	+	+	+
Мотив отримання переваги на ринку капіталу	+	+	+
2. Мотиви збільшення або стабілізації ресурсів			
Мотив монополії		+	
Мотив придбання компліментарних ресурсів	+		+
Мотив диверсифікації виробництва та розширення географії впливу	+		+
Мотив отримання великих контрактів	+		
Мотив отримання додаткової інформації	+	+	+
Мотиви, пов'язані з наявністю вільних ресурсів компанії	+	+	+
3. Мотиви, що не впливають на зміну ресурсів			
Мотив захисту від поглинання	+		+
Мотив різниці ринкової ціни компанії і вартості її заміщення	+	+	+
Мотив "too big to fail"	+		+
Мотив продажу об'єкта придбання частинами			+
Особисті мотиви менеджерів	+	+	+
Виведення капіталу за кордон			+

* Складено авторами.

панії-кандидати, які піддадуться подальшому аналізу (табл. 4).

У табл. 4 за кожним з етапів аналізу визначається найпривабливіша компанія, якій присвоюється найвищий бал залежно від кількості аналізованих компаній (n), відповідно, наступній за привабливістю на цьому етапі компанії присвоюється (n – 1) балів тощо, найбільш безперспективна компанія отримує один бал. У підсумковому рядку бали сумуються. Подальший аналіз інвестиційної привабливості здійснюється тільки

для тих компаній, які набрали максимальні бали за підсумками попередніх етапів. Нами пропонується відбирати не більше 30% від кількості вихідних компаній-кандидатів для подальшого оцінювання.

Завершальний етап вибору конкретної компанії-цілі на основі оцінки потенційної ефективності інтеграції – це розрахунок ефекту синергії. Зауважимо, що більшість синергічних ефектів взаємопов'язана та впливає на декілька напрямів діяльності компанії одночасно. Тому застосування вказаного під-

Таблиця 3

Види компаній-цілей залежно від мотивів угоди M&A*

Мотив M & A	Види компаній-цілей
Мотив різниці в ринковій ціні компанії і вартості його заміщення. Мотиви продажу об'єкта придбання по частинах. Мотиви, пов'язані з наявністю вільних ресурсів у компанії.	Недооцінена ринком компанія, тобто фірма, акції якої продаються за ціною, яка є нижчою за ціну акцій аналогічних компаній у галузі і можливості якої є значно вищими, ніж її становище на ринку і громадська думка про її інвестиційну привабливість.
Мотив диверсифікації. Мотив "too big to fail".	Придбання неспорідненої компанії, що виробляє продукцію, не пов'язану з основним бізнесом компанії-покупця. Звичайно, компанія-ціль належить до іншої галузі промисловості.
Економія на масштабі. Мотив усунення дублюючих функцій. Мотив зниження закупівельних цін. Мотив монополії. Мотив придбання компліментарних ресурсів. Мотив отримання великих контрактів. Мотив «too big to fail».	Компанія, яка належить до тієї ж галузі, що і компанія-покупець. Компанією-ціллю можуть бути аналогічні фірми, родинні фірми або компанії одного виробничо-збутового ланцюжка. Компанія повинна працювати більш як три роки на ринку, оскільки для досягнення синергічного ефекту від об'єднання з нею її операційні процеси мають бути налагоджені.
Мотив кооперації у сфері НДДКР. Мотив отримання додаткової інформації. Мотив залучення більш якісного управлінського апарату.	Компанія, що перевершує компанію-покупця в таких сферах: НДДКР, інноваційні розробки, техніка, технологія, ноу-хау, якість і кількість ліцензій та якість менеджменту.
Фінансова синергія. Мотив отримання переваг на ринку капіталу. Мотиви, пов'язані з наявністю вільних ресурсів у компанії.	Прибуткова компанія, що характеризується високим рівнем ефективності фінансової діяльності, доброю репутацією і наявністю вільних грошових коштів. Злиття з вказаною компанією приведе до зростання кредитного рейтингу та збільшення грошових потоків.
Податкові мотиви.	Збиткова компанія; компанія зі значним обсягом зобов'язань; компанія, яка перебуває на межі банкрутства.
Особисті мотиви менеджерів. Виведення капіталу за кордон.	Немає чітких критеріїв, залежить від особистості топ-менеджерів.
Мотив захисту від поглинання.	Збиткові компанії; молоді компанії.

*Складено на основі [10; 11].

Таблиця 4

Зведена таблиця за результатами аналізу інвестиційної привабливості компаній-кандидатів на злиття (поглинання)

Етапи аналізу інвестиційної привабливості компаній-кандидатів	Компанія 1	Компанія 2	...	Компанія x
1. Аналіз виробничо-фінансової діяльності	n	n – 1	...	1
2. Оцінка збалансованості ланок технологічного ланцюга	n – 3	n	...	1
3. Оцінка узгодженості стратегій	n	1	...	n – 5
Результати аналізу	Σ1	Σ2	...	Σx

ходу є доцільним на стадії попередньої оцінки компаній-кандидатів на угоду M&A.

Опрацювання фахової літератури підтверджує, що більшість існуючих методів економічної оцінки ефективності угод M&A, заснованих на розрахунку потенційного синергічного ефекту від реструктуризації, базується на визначенні ринкової ціни акцій компаній, що об'єднуються, і може застосовуватися лише для фірм, чії акції котируються на фондовому ринку. За цих умов зарубіжні економісти пропонують різні підходи, зокрема: економетричний аналіз (Panel Data Regression (R. Ferrer [12, с. 33])); показник NAV (P. Gaughan [5, с. 606]), NPV (K. McClure [13, с. 71]), DCF (J. Kinnunen [14]). Однак останніми роками спостерігаємо, що в процесі реструктуризації шляхом злиттів та поглинань дедалі активніше залучаються ті компанії, акції яких не котируються на фондовому ринку, що ускладнює оцінку синергічного ефекту від інтеграції з використанням наявного інструментарію. Наведені вище обставини вимагають удосконалення методики оцінювання потенційного синергічного ефекту на основі розрахунку справедливої вартості (Fair Value, далі – FV) компаній-учасників угоди. Пропонується у нашому дослідженні методика передбачає такі кроки: оцінювання справедливої вартості компаній до і після процесу інтеграції; визначення розміру премії, яка виплачується акціонерам компанії-цілі та витрат на інтеграцію; визначення очікуваного синергічного ефекту від об'єднання компаній.

Ф. Еванс і Д. Бішоп відзначають критично важливі елементи визначення справедливої вартості компанії-цілі. На їх думку, в процесі оцінювання необхідно враховувати всі фактори вартості (розмір компанії, доступ до капіталу, якість управління, частку ринку, клієнтську базу, ліквідність, прибутковість), але при цьому будувати розрахунки, виходячи з припущень, основними з яких є такі:

покупці та продавці є типовими для даного ринку і діють у власних інтересах; бізнес не припинить свого існування в майбутньому; фінансові можливості сторін відповідають їхнім бажанням; виключається участь страгегічного покупця, який завдяки власній економічній діяльності привнесе в компанію додану вартість; виключається покупець, який уже є акціонером компанії-цілі, її кредитором або контролюючою особою і прагне придбати компанію за штучно заниженою або завищеною ціною з міркувань, не властивих мотивації незалежного покупця [15, с. 189].

Для визначення вартості компаній пропонуємо використовувати такі підходи: дохідний, витратний, ринковий та опціонний. Оскільки вказані підходи мають як переваги, так і недоліки, що обмежує сферу їх застосування, тому з метою підвищення достовірності розрахунків використовуємо комбінацію нових методів оцінювання – економічної доданої вартості, реальних опціонів та моделі Ольсона для отримання підсумкової оцінки як середньозваженої з усіх результатів оцінювання. Отже, кожна компанія матиме власне співвідношення вагових коефіцієнтів для кожного з методів оцінювання вартості, які пропонуються залежно від повноти, достовірності й об'єктивності та використовуються для розрахунку даних.

При цьому розрахунок справедливої вартості компанії-цілі і компанії-покупця як незалежних та після злиття можна подати на основі такої формули:

$$FV_{справ} = \sum_{i=1}^3 FV_i \times y_i, \quad (1)$$

де FV_i – вартості компаній, розраховані за допомогою кожного з обраних методів оцінювання вартості; y_i – ваговий коефіцієнт довіри оцінювача, присвоєний кожному окремому методу визначення вартості бізнесу для даного випадку оцінювання.

Розрахунки із застосуванням цієї формули зводяться в табл. 5 до оцінювання

Розрахунок справедливої вартості підприємств до і після операції зі злиття або поглинання

Вартість компанії-цілі до угоди методом:	Ваговий коефіцієнт	Вартість компанії-покупця до угоди методом:	Ваговий коефіцієнт	Вартість об'єднаної компанії методом:	Ваговий коефіцієнт
FVEVAц	YEVAц	FVEVAп	YEVAп	FVEVA	YEVA
FVEBOц	YEBOц	FVEBOп	YEBOп	FVEBO	YEBO
FVROVц	YROVц	FVROVп	YROVп	FVROV	YROV
$FV_{справ}^ц = \sum_{i=1}^3 FV_{ic} \times y_{ic}$		$FV_{справ}^п = \sum_{i=1}^3 FV_{ip} \times y_{ip}$		$FV_{справ} = \sum_{i=1}^3 FV_i \times y_i$	

справедливої вартості компанії-покупця та компанії-цілі як незалежних, а також після проведення операції M&A.

Критерієм ефективності угоди буде така нерівність:

$$FV_{справ} > FV_{справ}^ц + FV_{справ}^п \quad (2)$$

Наступним кроком є визначення розміру премії (її називають також премією за контроль), яка виплачується акціонерам компанії-цілі понад її справедливу вартість. Премія за контроль – це перевага, яка має вартісне вираження і відображає додаткові можливості мажоритарного власника компанії порівняно з власниками міноритарних часток в її капіталі [16, с. 67]. Розглядаючи премію як компенсацію за одержувані економічні вигоди, К. Ферріс та Б. Петі [8, с. 242] до основних вигод зараховують такі: синергію, що виникає як результат призначення більш ефективної команди менеджерів, перенесення активів на більш прибуткові ділянки виробництва, посилення ринкових позицій і зниження витрат за рахунок ефекту масштабу; зниження або відстрочку податкових платежів у результаті консолідації фінансової звітності в процесі придбання.

Величина премії безпосередньо впливає на підсумкову ефективність угоди зі злиття або поглинання, оскільки завищена премія на етапі купівлі підприємства може

нівелювати всі наступні синергії. З трьох основних методів визначення премії, які використовують на практиці – експертного, нормативного та статистичного, останній видається нам найбільш точним, бо він базується на емпіричних даних про операції з пакетами акцій компаній.

У зарубіжній практиці найчастіше використовують інформацію про середньостатистичні дані за рівнем премій з довідника “Mergerstat Review”. У ньому премія за контроль розраховується шляхом порівняння суми, сплаченої за угодою в розрахунку на одну акцію придбаної компанії, з незалежною ціною цих акцій, визначеною інформаційним агентством зі злиття і поглинання “Mergerstat”. Однак пряме застосування даних “Mergerstat Review” для оцінювання українських підприємств є некоректним з причини численних відмінностей у специфіці угод.

Існує ще один спосіб визначення премії за контроль, він використовується в американській оцінній практиці за умов, якщо немає можливості визначити премію іншими способами, внаслідок відсутності або недостатності даних про премії в угодах з аналогічними компаніями, – це “правило великого пальця” (the rule of thumb). Згідно з ним вартість корпоративного контролю становить 25% від оголошеної

вартості власного капіталу компанії, що купується [17].

Оскільки всі перераховані вище методи визначення розміру премії мають власні переваги та недоліки, з метою максимізації достовірності обчислень ми рекомендуємо застосовувати їхню комбінацію.

Надалі визначаються витрати на процес злиття і поглинання, до яких зараховують: витрати з обслуговування боргу за позиками на здійснення інтеграції; витрати, пов'язані з отриманням дозволу на інтеграцію від анти-монопольної влади, арбітражні справи тощо; витрати на технологічне суміщення виробничих процесів компаній, що об'єднуються, та інші витрати, які плануються у відсотковому відношенні від вищеперелічених витрат і перебувають у діапазоні 5–10% [18, с. 126]. Щоправда, компанії мають намір досягти річної синергії витрат, що в середньому становитиме 3–4% від вартості угоди. Якщо компаніям вдасться реалізувати і втримати всі заплановані синергії витрат, то вони змогли би збільшити свою вартість на 1,5–1,9 трлн дол. США [19]. Припускаємо, що питання досягнення запланованого рівня синергії витрат буде наразі одним із головних на порядку денному рад директорів компаній.

У підсумку потенційний синергічний ефект розраховують за формулою:

$$S = (FV_{справ} - (FV_{справ}^u + FV_{справ}^n)) - C, \quad (3)$$

де S (*Synergy*) – ефект синергії (очікуваний вартісний розрив); C – загальні витрати на інтеграцію (включають премію за компанію-ціль та величину витрат на інтеграцію).

Принагідно зазначимо, що в результаті проведення злиття або поглинання, крім позитивного синергічного ефекту, може спостерігатися і негативний ефект синергії, виникненню якого сприяють одна або декілька з нижчеперелічених причин:

1) технологічна несумісність компаній, яка не дає можливості для централізації функцій,

ліквідації їх дублювання та побудови ефективного виробничого ланцюжка;

- 2) невідповідність рівнів виробництва компаній;
- 3) несумісність корпоративних культур і стратегічних цілей компаній;
- 4) невиправдано великі витрати на проведення угоди;
- 5) некоректне оцінювання компанії-цілі, синергетичних ефектів та премії;
- 6) тиск власників і менеджерів однієї з компаній-учасниць, які бажають провести операцію якомога швидше, без адекватного аналізу впливу угоди на вартість компанії-покупця;
- 8) неадекватний аналіз ризику;
- 9) зниження гнучкості й мобільності об'єднаної компанії внаслідок розширення її діяльності та подовження технологічного ланцюжка;
- 9) відволікання від оперативного здійснення інтеграції.

Обрана в результаті вищевказаних заходів компанія-ціль проходить всебічну передінвестиційну перевірку – дьюділідженс, що дає змогу отримати про неї максимально повну й об'єктивну інформацію з метою виявлення юридичних та фінансових ризиків, визначення ступеня легальності бізнесу, формування організаційно-правової структури компанії. Дьюділідженс переслідує такі цілі: 1) перевірка достовірності фінансової й нефінансової інформації про функціонування компанії; 2) оцінка здійсненності діючої стратегії компанії; 3) у разі дружнього злиття або поглинання перевірка інформації, наданої компанією-продавцем в інвестиційних документах; 4) оцінка правильності ведення документообігу, оцінка його відповідності чинному законодавству і внутрішнім нормам компанії; 5) оцінка конкурентоспроможності компанії та її продукції на ринку; 6) оцінка професіоналізму менеджменту

компанії; 7) оцінка правильності й своєчасності подачі різних видів звітності. Таким чином, чітко організована процедура дью-ділідженс дає змогу максимально знизити можливі ризики проведення операції зі злиття (поглинання).

Для компаній-кандидатів, які успішно пройшли дью-ділідженс, слід визначити максимальну та мінімальну ціну, яку інвестор готовий заплатити за компанію, і на основі цього прийняти фінансово-управлінське рішення про доцільність укладання угоди щодо злиття (поглинання). Максимальна ціна, яку інвестор готовий заплатити за компанію, визначається такою нерівністю:

$$FV_{\max} \leq FV_{\text{справ}}^u + S, \quad (4)$$

де FV_{\max} – інвестиційна ціна компанії-цілі; $FV_{\text{справ}}^u$ – справедлива вартість компанії-цілі як незалежної; S – величина очікуваного синергетичного ефекту від інтеграції.

Порогу мінімальної ціни угоди як такої немає, звичайно, за законами ринку вона не має бути нижчою за справедливу вартість компанії-цілі. Однак специфіка вітчизняних злиттів (поглинань) така, що фірми можуть продаватися із суттєвим дисконтом до своєї справедливої вартості.

В контексті аналізу процесів злиття (поглинання) недостатньо визначення ефекту синергії та факторів, що його зумовлюють. Слід розрізняти поняття “ефект” і “ефективність”. Ми є прихильниками Р. Брейлі та С. Майєрса, які звернули увагу на те, що синергічний ефект – це важливий критерій доцільності M&A, але він не є ключовим [20, с. 731]. Для контролю й об’єктивного оцінювання ефективності інтеграції пропонуємо використовувати збалансовану систему показників, яка формує фінансові та нефінансові індикатори діяльності компанії за перспективами задоволення клієнтів, внутрішньофірмових процесів; інноваційної активності і заходів з поліпшення фінансових результатів.

Запроваджуючи збалансовану систему показників у контексті злиття та поглинання компаній, необхідно чітко розмежовувати критерії оцінювання ефективності об’єднаної компанії. Насамперед, необхідно розмежувати системний критерій (вплив зовнішніх і внутрішніх чинників розвитку компанії), потім скористатись даними двох підсистем оцінювання на основі таких збалансованих перспектив, як: фінанси, клієнти та підвищення кваліфікації персоналу (табл. 6).

Таблиця 6

Збалансована система показників ефективності об’єднаної компанії

Оцінювання впливу зовнішніх чинників на діяльність компанії в процесі злиття і поглинання			Оцінювання впливу внутрішніх чинників на діяльність компанії в процесі злиття і поглинання		
клієнтська складова	фінансова складова	складова навчання і розвитку	клієнтська складова	фінансова складова	складова навчання і розвитку
<ul style="list-style-type: none"> • частка продажів нової продукції в загальному обсязі випуску по галузі загалом; • показник розширення клієнтської бази; • виручка від існуючих клієнтів 	<ul style="list-style-type: none"> • окупність; • прибутковість; • грошовий потік віддачі на інвестований капітал 	<ul style="list-style-type: none"> • показник доходу (прибутку) на одного працівника; • коефіцієнт стратегічного перенавчання 	<ul style="list-style-type: none"> • частка продажів нової продукції компанії в загальному обсязі випуску; • показники ефективності маркетингових служб 	<ul style="list-style-type: none"> • рентабельність; • собівартість 	<ul style="list-style-type: none"> • ступінь задоволеності працівника; • показник впроваджених пропозицій на одного працівника

Застосування вказаної системи в процесі злиття (поглинань) дає змогу не тільки аналізувати фінансові результати, а й одночасно регулювати придбання нематеріальних активів для подальшого зростання і максимізації вартості компанії. У сучасних умовах недопустимим є нівелювання значення інтелектуальної власності та ділової репутації компанії. На нашу думку, з впровадженням збалансованої системи показників, як інструменту управління вартістю компаній у процесі їх інтеграції, можна отримати необхідні об'єктивні дані, що дають змогу більш точно спрогнозувати синергетичні ефекти, а також знизити ризики збитковості таких угод.

Висновки. Проведене дослідження дає змогу зробити такі висновки:

1. Встановлено, що в умовах жорсткої ринкової конкуренції, коли темпи органічного зростання є надто повільними для ефективного функціонування компанії, основна стратегія зростання – це форсуюча бізнес-стратегія злиттів і поглинань, спрямована на збільшення вартості об'єднаної компанії за рахунок досягнення позитивного синергетичного ефекту.

2. Розроблено методичний підхід та запропоновано алгоритм вибору компанії-цілі при проведенні операцій зі злиття або поглинання компаній. Алгоритм заснований на попередньому аналізі інвестиційної привабливості підприємств-кандидатів на угоду.

3. Досліджено мотиви процесів злиття і поглинання та критерії їх вибору в умовах національної моделі розвитку економіки. Розроблено типологію компаній для цілей злиття і поглинання, визначено види компаній-цілей залежно від мотивів угоди.

4. Обрано й обґрунтовано три методи оцінювання вартості бізнесу: метод економічної доданої вартості, метод чистих активів і метод реальних опціонів для розрахунку справедливих вартостей компаній як незалежних та після злиття.

5. Розроблено методику розрахунку потенційного синергетичного ефекту, яка дає змогу визначити максимальну і мінімальну ціну угоди та встановити межі її економічної ефективності.

6. Обґрунтовано доцільність використання збалансованої системи показників для цілей оцінки ефективності інтеграції, що дає змогу більш точно спрогнозувати синергетичні ефекти і ризики, які супроводжують процес формування вартості за угоди M&A.

Список використаних джерел

1. *Сделки слияния и поглощения (M&A): итоги 2015 г. в России и мире [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.kpi.ru/pressroom/analytics/sdelki_sliyaniya_i_pogloweniya_ma_itogj_2015_g_v_rossii_i_mire/.*

2. *Відкриті для бізнесу: M&A в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.com.ua/static/members_reviews/2016/Aequo_Mergermarket.*

3. *Wladimirova I. G. Mergers and acquisitions: characteristics of the modern wave [Electronic resource] / I. G. Wladimirova // Management in Russia and abroad. – 2002. – № 1. – Access mode : <http://www.mevriz.ru>.*

4. *Антилл Н. Оценка компаний : анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МФСО / Н. Антилл, К. Ли. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 440 с.*

5. *Гохан П. Слияние, поглощение и реструктуризация компаний. – 3-е изд. / П. Гохан. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 741 с.*

6. *Грегори А. Стратегическая оценка компаний : практ. руков. / А. Грегори. – М. : КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. – 224 с.*

7. *Рид С. Искусство слияний и поглощений / С. Рид, А. Лажу. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 957 с.*

8. *Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Петти. – М. : Вильямс, 2003. – 256 с.*

9. Аналітичні огляди Pricewaterhouse Coopers International Limited [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // www.pwc.com.

10. Damodaran A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.* – 3rd edition / A. Damodaran. – New York : Wiley & Sons, 2012. – 992 p.

11. Ендовицкий Д.А. Экономический анализ слияний / поглощений компаний / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М. : КНОРУС, 2008. – 448 с.

12. Ferrer R. *An empirical investigation of the effects of merger and acquisition on firms' profitability* / R. Ferrer // *Academy of accounting and financial studies journal.* – 2012. – Vol. 16, № 3. – P. 31–55.

13. Orsag S. *Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations* / S. Orsag, K. McClure // *UTMS Journal of economics.* – 2013. – Vol. 4, № 2. – P. 71–77.

14. Kinnunen J. *Valuing M&A synergies as (Fuzzy) real options* [Electronic resource] / J. Kinnunen // *Institute for advanced management systems research.* – 2010. – Access mode : <http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf>.

15. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эванс, Д. Бишоп. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 331 с.

16. Прамт Ш.П. Оценка бизнеса. Скидки и премии / Ш.П. Прамт. – М. : Квинто-менеджмент, 2005. – 392 с.

17. Федотова М.А. Комплексный подход к расчету поправок на контроль и уровень ликвидности при оценке пакетов акций [Электронный ресурс] / М.А. Федотова, Е.М. Евстафьева // *Проблемы современной экономики.* – 2008. – № 3 (27). – Режим доступа : <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=2130>.

18. Булеев И.П. Проблемы оценки эффективности интеграции предприятий: синергетический подход / И.П. Булеев, С.В. Богачев // *Економіка промисловості.* – 2009. – № 4. – С. 126–133.

19. Индекс рынка злиття і поглинання у 2016 році компанії “Делойт” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www2.deloitte.com/ua/uk/pages/>.

20. Brealey R. *Principles of corporate finance.* – 10th ed. / R. Brealey, S. Myers, F. Allen. – McGraw-Hill, 2012. – 969 p.

References

1. Sdelki sliyaniya i pogloscheniya (M&A): itogi 2015 g. v Rossii i mire [Transactions M & A: results of 2015 in Russia and the world]. Available at: http://www.kpi.ru/pressroom/analytics/sdelki_sliyaniya_i_pogloweniya_ma_itogi_2015_g_v_rossii_i_mire/.

2. Vidkryti dlia biznesu: M&A v Ukraini [Opened for business: M&A in Ukraine]. Available at: http://www.com.ua/static/members_reviews/2016/Aequo_Mergermarket.

3. Wladimirova, I. G. (2002). *Mergers and acquisitions: characteristics of the modern wave.* Available at: <http://www.mevriz.ru>.

4. Antill, N., Li, K. (2007). *Otsenka kompaniy: analiz i prognozirovanie s ispolzovaniem otchetnosti po MFSSO* [Company valuation under IRFS: interpreting and forecasting accounts using International financial reporting standards]. Moscow: Alpina Biznes Buks [in Russian].

5. Gohan, P. (2007). *Sliyaniye, pogloscheniye i restrukturizatsiya kompaniy* [Mergers, acquisitions and corporate restructurings]. Moscow: Alpina Biznes Buks [in Russian].

6. Gregori, A. (2003). *Strategicheskaya otsenka kompaniy* [Strategic valuation of companies]. Moscow: KVINTO-CONSULTING [in Russian].

7. Rid, S., Lazhu, A. (2007). *Iskusstvo sliyaniy i pogloscheniy* [Art of mergers and acquisitions]. Moscow: Alpina Biznes Buks [in Russian].

8. Ferris, K., Peti, B. (2003). *Otsenka stoimosti kompanii: kak izbezhat oshibok pri priobretenii* [Estimating company value: how to avoid purchasing errors]. Moscow: Williams [in Russian].

9. *Analytical reviews Pricewaterhouse Coopers International Limited. Available at: // www.pwc.com.*
10. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.* New York: Wiley & Sons.
11. Endovitskiy, D.A., Soboleva, V.E. (2008). *Ekonomicheskiy analiz sliianiy / pogloscheniy kompaniy [The economic analysis mergers and acquisitions companies].* Moskow: KNORUS [in Russian].
12. Ferrer, R.C. (2012). *An empirical investigation of the effects of merger and acquisition on firms' profitability.* *Academy of accounting and financial studies journal*, 3, 31–55.
13. Orsag, S., McClure, K. (2013). *Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations.* *UTMS Journal of economics*, 2, 71–77.
14. Kinnunen, J. (2010). *Valuing M&A synergies as (Fuzzy) real options.* *Institute for advanced management systems research.* Available at: <http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf>.
15. Evans, F., Bishop, D. (2004). *Otsenka kompaniy pri sliyaniyah i pogloscheniyah: sozdanie stoimosti v chastnyih kompaniyah [Valuation of companies in mergers and acquisitions: creation of value in private companies].* Moskow: Alpina Biznes Buks [in Russian].
16. Pratt, Sh. P. (2005). *Otsenka biznesa. Skidki i premii [Business valuation. Discounts and premiums].* Moskow: Kvinto-menedzhment [in Russian].
17. Fedotova, M.A., Evstafeva, E.M. (2008). *Kompleksnyiy podhod k raschetu popravok na kontrol i uroven likvidnosti pri otsenke paketov aktsiy [An integrated approach to the calculation of corrections for the control and the level of liquidity in the evaluation of shareholdings].* *Problemyi sovremennoy ekonomiki – Problems of the modern economy.* Available at: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=2130>.
18. Buleev, I.P., Bogachev S.V. (2009). *Problemy otsenki effektivnosti integratsii predpriyatiy: sinergeticheskiy podhod [Problems of evaluating the effectiveness of enterprise integration: synergetic approach].* *Ekonomika promyslovosti – Industry economics*, 4, 126–133 [in Ukrainian].
19. *Indeks rynku zlyttia i pohlynannia u 2016 rotsi kompanii "Deloit" [Index of mergers and acquisitions in 2016, the company "Deloitte"].* Available at: <https://www2.deloitte.com/ua/uk/pages/>.
20. Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2012). *Principles of corporate finance.* McGraw-Hill.

Стаття надійшла до редакції 30.05.2017.