

І. А. Дерун

кандидат економічних наук, асистент кафедри обліку та аудиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, ivanderun0601@gmail.com

І. П. Склярчук

кандидат економічних наук, асистент кафедри обліку та аудиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, irinaskl@mail.ru

**АНАЛІТИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УГОД ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ
ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ**

Анотація. У статті розглянуто особливості угод злиття й поглинання вітчизняних підприємств промисловості. Узагальнено теоретичні підходи вітчизняних та іноземних науковців до трактування операцій зі злиття й поглинання (M&A), виокремлено основні фактори, мотиви та види цих процесів. Наведено статистичні дані щодо кількості таких угод у світі й Україні. Досліджено підходи та методи комплексного фінансового аналізу операцій M&A. Запропоновано модель оцінки наявності потреби в проведенні угод M&A та ефективності їх реалізації для промислових підприємств України, яка передбачає аналіз фінансового стану компанії-цілі на підставі публічної фінансової звітності, його діяльності на базі внутрішньої інформації, ефективності здійснення угоди злиття й поглинання на основі оцінки синергії. Виокремлено ключові показники аналізу, зокрема фінансового стану підприємства (ліквідність і платоспроможність, фінансова стійкість, прибутковість, ділова активність) та внутрішнього інформаційного обліково-аналітичного забезпечення (точка беззбитковості, WACC, ефект фінансового левереджу). Розглянуто можливість створення вартості компанії в результаті злиття й поглинання за рахунок ефекту синергії. Розкрито сутність поняття синергії, її особливості, систематизовано її потенційні джерела при злитті та поглинанні компанії. Зазначено основні вигоди синергії, узагальнено параметри впливу на її оцінку й передбачувану величину, виокремлено елементи стратегії поглинань із позиції планування та врахування стратегічного плану компанії.

Ключові слова: угода злиття й поглинання (M&A), фінансовий аналіз, витрати на капітал, ринкова вартість підприємства, синергія, ефект синергії, джерела синергії.

Форм. 3. Рис. 5. Табл. 2. Літ. 21.

Ivan Derun

Ph. D. (Economics), Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, ivanderun0601@gmail.com

Iryna Skliaruk

Ph. D. (Economics), Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, irinaskl@mail.ru

**ANALYTICAL FRAMEWORK FOR MERGERS AND ACQUISITIONS
OF INDUSTRIAL COMPANIES IN UKRAINE**

Abstract. The paper deals with M&A features of industrial companies. The study determines theoretical approaches of M&A operations of domestic and foreign scientists. The main factors, motives and types of M&A process are generalized. The authors show the

statistics on the number of M&A worldwide and in Ukraine. Methodical approaches of comprehensive M&A analysis are offered. The authors propose the model for the assessment of the need for M&A and effectiveness of their implementation for Ukrainian industrial companies. The proposed model includes the following stages: assessment of the target company financial condition based on public financial reports; analysis of the company goals based on internal data; analysis of M&A effectiveness based on synergy estimates. The authors identify key indicators of M&A financial analysis, in particular: ratios of financial position (liquidity and solvency, financial sustainability, profitability, business activity, etc.) and indicators of analysis of internal accounting information and analytical support (break-even point, weighted average cost of capital (WACC), the effect of financial leverage, etc.). The study examines possibilities of creating the company's value as a result of mergers and acquisitions due to the synergy effect. The essence of synergy concept and its characteristics are considered; the potential sources of synergy with mergers and acquisitions are systematized. The article highlights the main benefits of synergy, general parameters of impact on its assessment and expected value and elements of the M&A strategy from the perspective of planning and considering the strategic plan of the company.

Keywords: merger and acquisition (M&A), financial analysis, costs of capital, the market value of the company, synergy, effect of synergy, sources of synergy.

JEL classification: G32, G34, M21.

И. А. Дерун

кандидат экономических наук, ассистент кафедры учета и аудита Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

И. П. Склярчук

кандидат экономических наук, ассистент кафедры учета и аудита Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

АНАЛИТИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В УКРАИНЕ

Аннотация. В статье рассмотрены особенности сделок слияния и поглощения отечественных предприятий промышленности. Обобщены теоретические подходы отечественных и иностранных ученых к трактовке операций по слиянию и поглощению (M&A), выделены основные факторы, мотивы и виды этих процессов. Представлены статистические данные относительно количества таких сделок в мире и Украине. Исследованы подходы и методы комплексного финансового анализа операций M&A. Предложена модель оценки наличия потребности в проведении сделок M&A и эффективности их реализации для промышленных предприятий Украины, которая предполагает анализ финансового состояния компании-цели на основании публичной финансовой отчетности, его деятельности на базе внутренней информации, эффективности осуществления сделки слияния и поглощения на основе оценки синергии. Выделены ключевые показатели анализа, в частности финансового состояния предприятия (ликвидность и платежеспособность, финансовая устойчивость, прибыльность, деловая активность) и внутреннего информационного учетно-аналитического обеспечения (точка безубыточности, WACC, эффект финансового леведреджа). Рассмотрена возможность создания стоимости компании в результате слияния и поглощения за счет эффекта синергии. Раскрыты сущность понятия синергии, ее особенности, систематизированы ее потенциальные источники при слиянии и поглощении компании. Отмечены основные выгоды синергии, обобщены параметры ее влияния на оценку и предполагаемую величину.

ну, виділені елементи стратегії поглинень с позиції планування и учета стратегического плана компанії.

Ключевые слова: сделка слияния и поглощения (M&A), финансовый анализ, затраты на капитал, рыночная стоимость предприятия, синергия, эффект синергии, источники синергии.

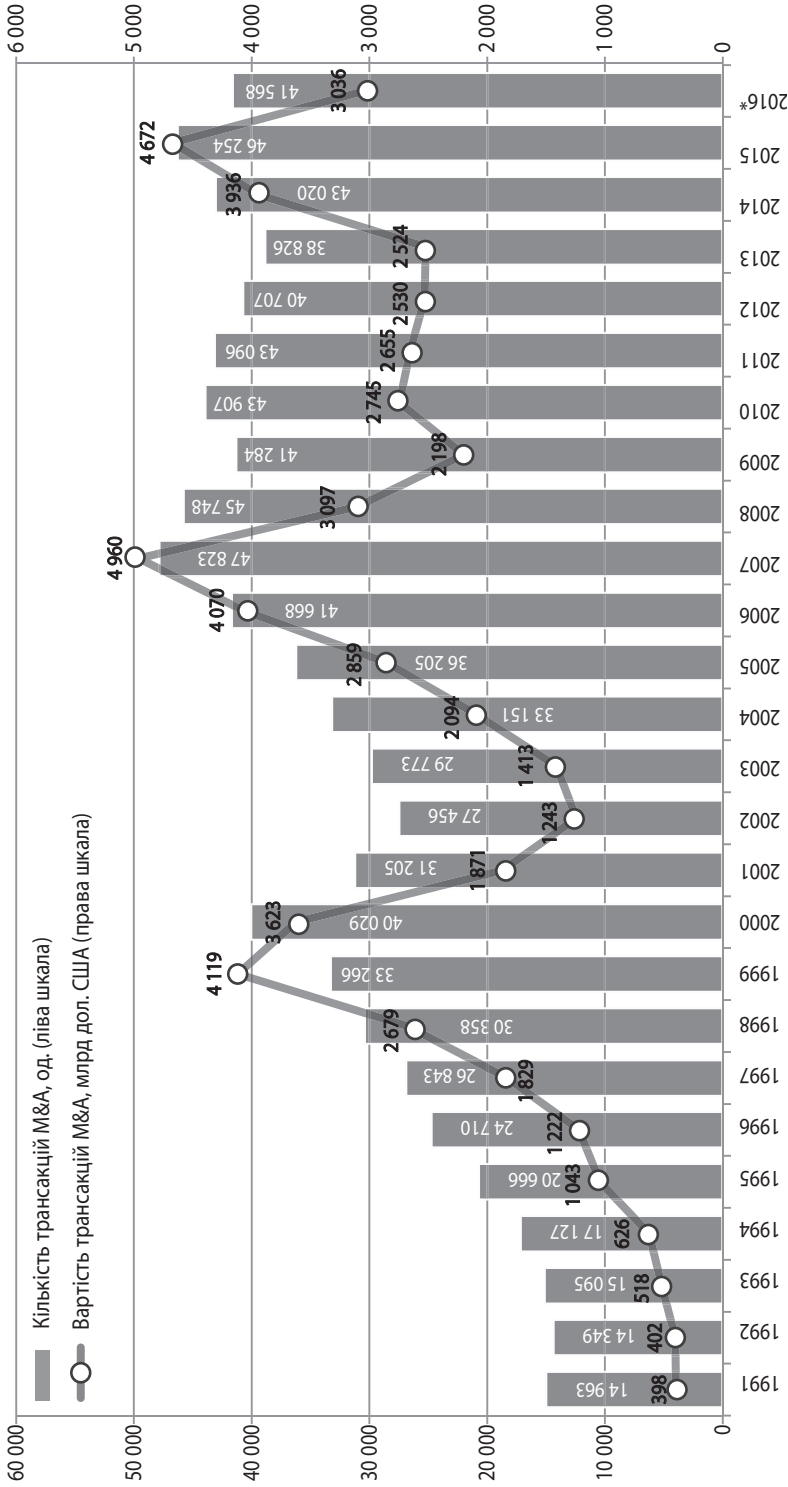
У міру розвитку глобальної економіки зростає роль перетікання капіталу з однієї країни в іншу. Однією з характерних рис сучасної світової економіки є реалізація угод злиття й поглинання (M&A), що зумовлює придбання компанією (групою компаній) іншої компанії за ціною, котра повинна перевищувати вартість чистих активів об'єкта M&A, та отримання покупцем майбутніх економічних вигід, які має генерувати придбана чи поглинута компанія.

На нинішньому етапі угоди M&A здійснюють дедалі більший вплив на світову економіку, що пов'язано з істотним зростанням їх кількості й вартості за період 1991–2016 рр. Зокрема, за даними Інституту злиття та поглинання (*Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances*) у 2015 р. число угод M&A у світі сягнуло 43 020 на суму близько 4,67 трлн дол. США [1; 2], із них у Європі було проведено 17 311 операцій M&A на суму 2,5 трлн євро (рис. 1 і 2). Таким чином, на Європейський континент припадає більш ніж половина вартості всіх світових угод злиття й поглинання.

Водночас в Україні з 2011 по 2014 рр. кількість угод M&A скоротилася з 323-х до 111-и, на 3,9 млрд євро [3; 4], що спричинено політичною кризою та, як наслідок, відпливом іноземного капіталу з країни. Наприклад, було укладено угоди на досить великі суми щодо реалізації активів в Україні російськими інвесторами (продаж “Лукойл-Україна” австрійській компанії “АМІС” за 223,9 млн євро [5]; частки ВАТ “Перший канал” у ПрАТ “Телеканал “Інтер” за 100 млн дол. США тощо). Отже, за два останніх роки число операцій M&A в Україні помітно зменшилося через погіршення інвестиційного клімату в країні та політичних і економічних відносин із РФ, наявність технічних угод M&A, основною метою яких була оптимізація портфелів інвесторів, продаж збиткових активів і тих, що знаходяться в РФ.

Попри негативні тенденції, такі питання, як визначення доцільності проведення угод злиття й поглинання для вітчизняних підприємств, ефективності їх використання, залишаються актуальними, що обумовлено націленістю вітчизняної економіки на європейські ринки збуту, а отже, й відповідні інвестиції. Тому є потреба в розробленні комплексу методичних підходів до фінансового аналізу проведення угод M&A для промислових підприємств України з урахуванням національних особливостей. Зазначене сприятиме збільшенню експорту товарів із вагомою часткою доданої вартості.

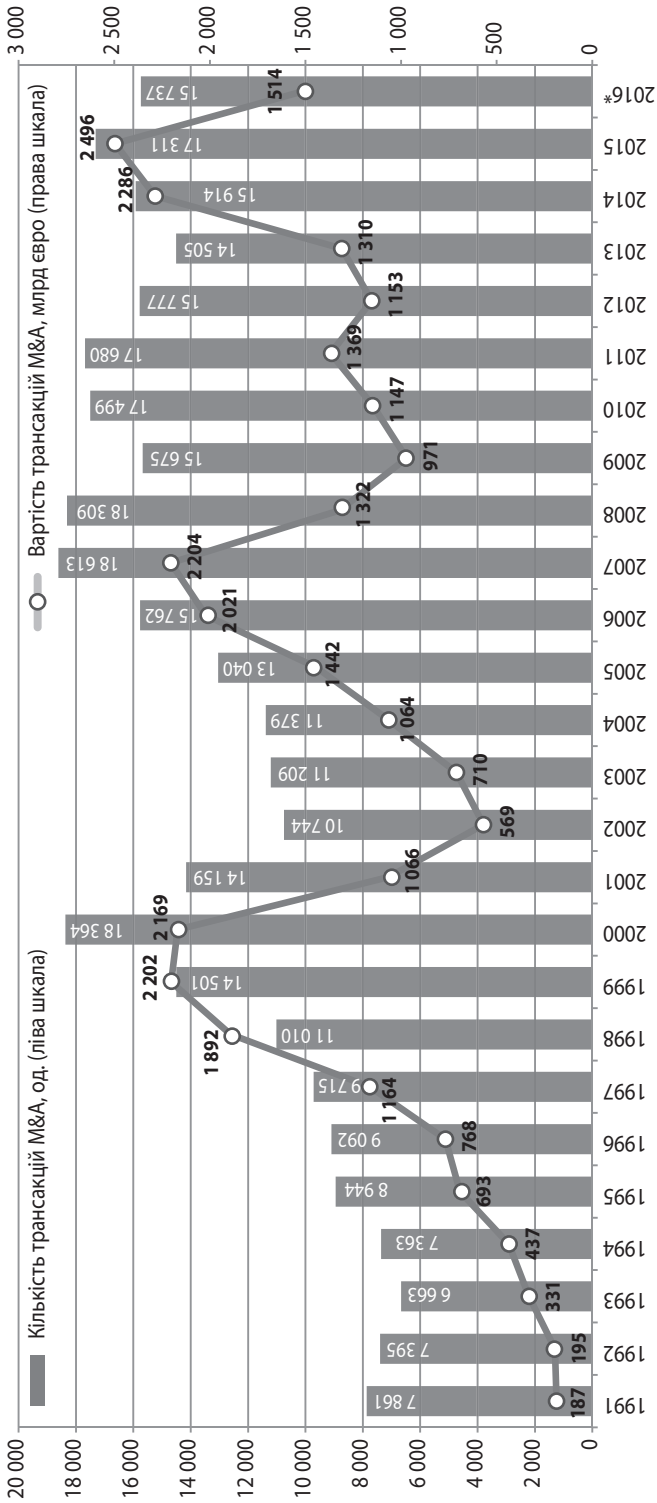
Розкриттю економічної сутності, організації угод злиття й поглинання, веденню їх бухгалтерського обліку, а також функціонуванню ринку M&A присвячено праці вітчизняних і зарубіжних учених, зокрема Я. Вебера,



* Дані за 2016 р. – прогнозні.

Рис. 1. Динаміка угод злиття й поглинання у світі протягом 1991–2016 рр.

Побудовано за даними офіційного веб-сайту Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances (<https://imaai-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/>).



* Дані за 2016 р. – прогнознi.

Рис. 2. Динаміка угод злиття й поглинання в Європі протягом 1991–2016 рр.

Побудовано за даними офіційного веб-сайту Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances (<https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/>).

Т. Гамми, Ф. Еванса, А. Каліновської, О. Кириченка, Л. Коена, А. Максименко, М. Маркса, В. Назарової, Ч. Чена [6–15]. Утім, деякі питання потребують уваги вітчизняних науковців. Зокрема, не повною мірою досліджено застосування аналітичних процедур для обґрунтування необхідності проведення операцій M&A та їх результативності, що є передумовою поліпшення інвестиційної привабливості та відповідного клімату країни. Крім того, досі не розроблено загальної концепції фінансового аналізу угод M&A на кожному етапі його здійснення.

З огляду на зазначене мета статті полягає в розробленні системного підходу до аналітичного забезпечення реалізації угод злиття й поглинання для промислових підприємств України. Досягненню цієї мети слугуватиме складання переліку індикаторів на основі використання зовнішніх і внутрішніх джерел надання інформації для обґрунтування необхідності проведення операцій M&A, а також дослідження підходів до аналізу ефективності укладання таких угод.

Англомовні публікації здебільшого присвячені операціям M&A на мікрорівні, відповідно таким операціям на мезо-, макро- й мегарівні приділяється мало уваги, як і впливу державної політики на тенденції в розвитку внутрішнього та зовнішнього ринків M&A. Так, у коло наукових інтересів Ф. Еванса й Д. Бішопа входять методика оцінки підприємств закритого типу для їх придбання чи реалізації, а також організаційні аспекти здійснення таких угод [8]. Інші дослідники, наприклад М. Маркс і Ф. Мірвіс, вивчають фактори, що можуть сприяти успіху зазначених угод із максимальною вигодою для всіх сторін, наголошуючи на розгляді не тільки фінансових, а й соціальних і культурних (проведення соціального due diligence, урахування психологічної адаптації працівників об'єднаної/придбаної компанії, поєднання стилів менеджменту та корпоративної культури компаній покупця й продавця тощо) аспектів [13]. Ряд учених, зокрема С. Чен і М. Лін, досліджують питання функціонування організацій уже після здійснення операцій M&A. На основі емпіричних даних вони аналізують вплив зовнішньої й внутрішньої інтеграції на функціонування утворених структур у сфері розроблення нових продуктів та їх упровадження у виробництво й реалізацію [15]. Деякі науковці розглядають досить специфічні питання, пов'язані з угодами злиття та поглинання. Наприклад, А. Коен займається аналізом впливу стратегій управління фізичними активами під час реалізації операцій M&A та поділяє всі стратегії на дві групи: 1) *deter-and-defend* (стратегії, котрі використовуються для запобігання злиттям і поглинанням, націлені на ефективне управління фізичними активами з балансовою вартістю, нижчою за їх справедливу вартість; такі стратегії застосовуються компаніями, понад 50 % вартості всіх активів яких становить нерухомість); 2) *managing M&A* (стратегії, орієнтовані на підвищення ефективності використання фізичних активів після злиттів і поглинань) [11, с. 29–31]. У свою чергу, А. Каліновська, П. Мієлказ, В. Назарова зосереджені на визначенні ефективності здійснення операцій M&A [9; 14].

В Україні та інших державах пострадянського простору досить велика увага приділяється теоретичним засадам, сутності злиттів і поглинань, їх класифікації за різними ознаками для потреб управління та причинам проведення [7; 10; 12]. У сьогоdnішніх нестабільних умовах досить актуальними є питання, пов'язані з дослідженням характеристик функціонування ринку M&A на макро- й мегарівнях, а також їх взаємодії [7]. Чимало праць вітчизняних науковців присвячені аналізу угод злиття та поглинання саме в банківській сфері [16; 17], при цьому такі операції в інших секторах економіки, в т. ч. промисловості, майже не висвітлюються.

Варто зауважити, що кожна угода M&A є унікальною, оскільки має певні мету, доступність обліково-аналітичного забезпечення для проведення аналізу, рівень ризику трансакції, вид інтеграції (горизонтальний, вертикальний чи конгломеративний) тощо. Тому розробити універсальну систему показників для всіх таких угод неможливо. Проте базова, типова модель повинна бути. Пропонуємо модель оцінки наявності потреби в здійсненні угод злиття й поглинання та ефективності їх реалізації для промислових підприємств України (рис. 3).

Інформаційною базою для аналізу компанії-цілі¹ найчастіше є публічні дані, що відображаються у звітності. Тому одним із найважливіших етапів

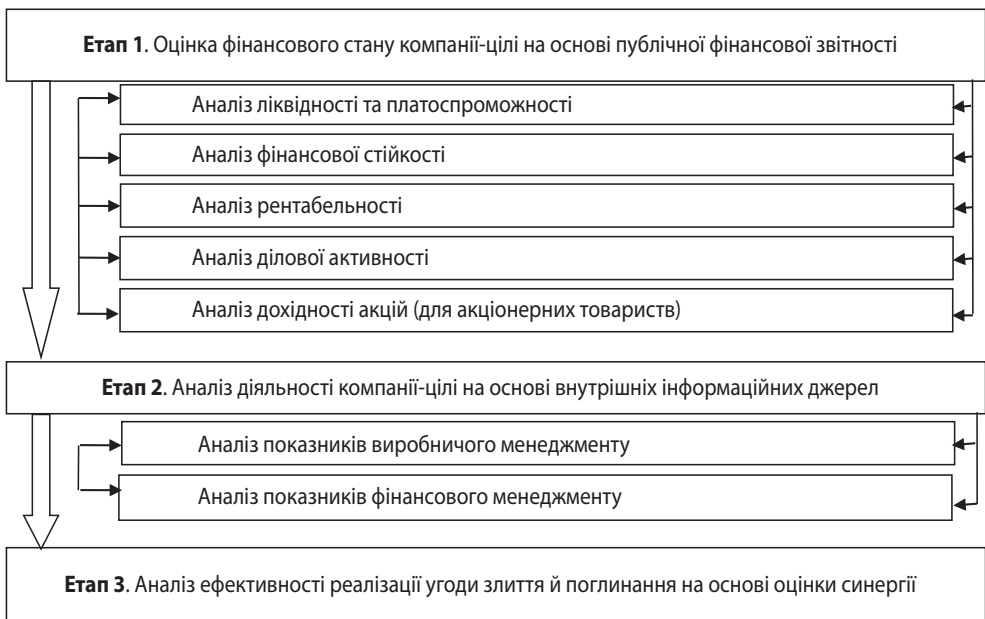


Рис. 3. Модель аналізу угод злиття й поглинання для промислових підприємств України

Складено авторами.

¹Компанія-ціль (від англ. *target firm*) – це суб'єкт господарювання, який є об'єктом злиття або поглинання іншою компанією (інвестором).

виступає аналіз фінансового стану підприємства. У зв'язку з великою кількістю фінансових коефіцієнтів пропонуємо на першому етапі угод M&A використовувати найтипівіші фінансові показники (ліквідність і платоспроможність, фінансова стійкість, рентабельність та ділова активність, дохідність акцій), котрі дадуть змогу визначити прогнозний рівень імовірного банкрутства компанії-цілі, задовільність структури балансу (коефіцієнт Бівера), тип фінансової стійкості для компанії-цілі (абсолютна, нормальна, нестійка, критична) та ін., а отже, інвестиційну привабливість компанії-цілі, доцільність проведення угоди M&A для покупця тощо.

На наступному етапі великого значення для точної оцінки угод злиття й поглинання набуває аналіз, котрий базується на внутрішніх джерелах компанії-цілі (первинні документи, реєстри бухгалтерського обліку, технічна документація, управлінська звітність та ін.), за якими розраховуються показники, наведені на рис. 4.

Блок показників управлінського обліку шляхом CVP-аналізу (*Cost Volume Prise*) допоможе встановити взаємозалежність ціни, обсягу реалізації та собівартості продукції, а отже, визначити фінансову стабільність компанії-цілі та операційні ризики. Другий блок показників дасть змогу оцінити ступінь фінансового ризику й ефективність використання позикового капіталу, котрий вимірюється за допомогою ефекту фінансового важеля, що вказує, на скільки зросте рентабельність власного капіталу при збільшенні частки позикових коштів:

$$EФВ = (P_{СК} \cdot (1 - П) - ПС_K) \cdot \frac{ПК}{ВК}, \quad (1)$$

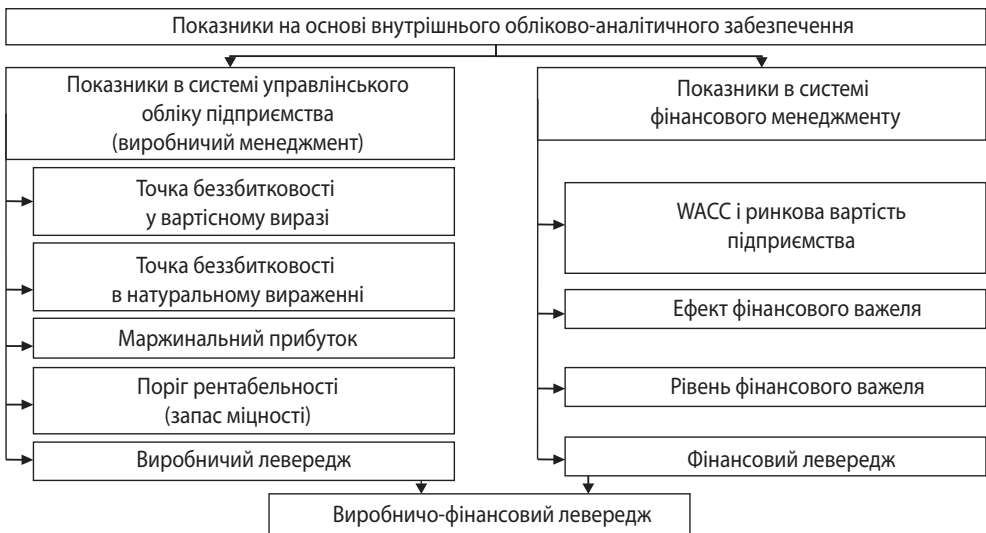


Рис. 4. Блоки показників на основі внутрішнього обліково-аналітичного забезпечення при угодах злиття й поглинання

Складено авторами.

де $EФВ$ – ефект фінансового важеля;

$P_{СК}$ – рентабельність активів (сукупного капіталу);

$П$ – ставка з податку на прибуток;

$П_{С_К}$ – середньозважена процентна ставка за кредитами;

$ПК$ – позиковий капітал (сума поточних і довгострокових зобов'язань);

$ВК$ – власний капітал.

Одним із найважливіших показників усього аналізу угоди злиття й поглинання є WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) компанії-цілі, розрахувати котрий досить складно. Зокрема, він може виступати як ставка дисконтування при визначенні поточної вартості компанії-цілі. Крім того, його слід порівнювати з показником внутрішньої норми дохідності (IRR) інвестицій, вкладених у компанію-ціль, що допоможе оцінити ефективність здійснення угоди M&A (коли $WACC < IRR$, угода є вигідною для покупця).

Фінансування капіталу будь-якого суб'єкта господарювання здійснюється переважно у формі боргових зобов'язань і акціонерного капіталу. Визначити вартість зобов'язань досить легко, оскільки вони закріплюються контрактами, котрі не змінюються. Натомість розрахунок вартості акціонерного капіталу є складним завданням, адже на курс акцій впливає низка чинників. Фактичні доходи від такого капіталу можуть істотно відрізнятися від очікувань. Наприклад, Т. Огієр, Дж. Рагман та Л. Спайсер, вважають, що акціонерний капітал дорожчий від позикового, оскільки компенсація акціонерам не визначається жодним договором. Окрім того, дивіденди виплачуються тільки після повернення всіх боргів за зобов'язаннями [18, с. 5].

Загальна формула розрахунку WACC компанії-цілі має такий вигляд [18, с. 186; 19, с. 488; 20, с. 416]:

$$WACC = i_E \cdot \frac{E}{A} + i_L \cdot \frac{L}{A} \cdot (1 - T), \quad (2)$$

де i_E – вартість акціонерного капіталу;

i_L – вартість боргових зобов'язань;

E – ринкова вартість акціонерного капіталу;

L – ринкова вартість боргових зобов'язань;

A – ринкова вартість усього капіталу компанії-цілі (сума ринкової вартості акціонерного капіталу й боргових зобов'язань);

T – ставка податку на прибуток юридичних осіб.

Складність розрахунку WACC полягає в тому, що потрібно окремо обчислювати вартість кожного виду фінансування (власного та залученого). Тому потрібно детальніше зупинитися на методичних засадах їх визначення як для залучених, так і для власних джерел фінансування.

Якщо в підприємства багато боргових зобов'язань, вартість кожного з них слід визначати окремо, а потім знаходити середньозважену вартість боргових зобов'язань, враховуючи частку кожного інструменту в сумі всіх боргових зобов'язань. Інший підхід передбачає обчислення боргових зобов'язань, що включає безризикову норму дохідності (ставку державних

боргових цінних паперів) та маржу боргових зобов'язань для покриття ризику неплатежів (інформація щодо компанії-цілі береться на ринку облігацій) [18, с. 93].

Для встановлення вартості акціонерного капіталу та оцінки систематичного ризику використовуються різні моделі, наприклад Фама – Френча, дисконтування дивідендів, арбітражного ціноутворення [18, с. 74]. Однак найпопулярнішою у світі є CAPM [18, с. 28; 19, с. 462–467; 20, с. 222–224].

Ключовим фінансовим показником при аналізі M&A є ринкова вартість підприємства, яка потребує постійної уваги та прогновної оцінки. Більшість підходів до визначення цього показника ґрунтується на дисконтуванні грошових потоків. Залежно від припущення про динаміку прогнозованих грошових потоків існує декілька підходів до їх дисконтування (табл. 1).

Найпоширенішими методами розрахунку ринкової вартості, в основу котрих як ставку дисконтування покладено WACC, є:

– метод приведеної вартості капіталу (ACC), що полягає в дисконтуванні грошових потоків, котрі відображають сукупний дохід після сплати всіх податків;

– метод приросту акціонерного капіталу (FTE), згідно з яким грошові потоки акціонерів дисконтуються за вартістю акціонерного капіталу з урахуванням операційного й фінансового ризиків;

– метод скоригованої приведеної вартості (APV), що ґрунтується на дисконтуванні грошових потоків від сукупних доходів підприємства після сплати податків, виходячи з припущення про відсутність у складі активів операційного та фінансового ризиків. При цьому окремо визначається рин-

Таблиця 1. Підходи до дисконтування прогнозованих грошових потоків при визначенні справедливої вартості підприємства

Підхід	Формула
Рівномірні суми прогнозованих грошових потоків	$\frac{CF_i}{WACC}$
Суми прогнозованих грошових потоків за постійного щорічного темпу приросту	$\frac{CF_m}{WACC - g}$
за нестабільного темпу приросту	$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_{n+1}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}$

Примітка. CF_i – щорічний постійний грошовий потік; CF_m – грошовий потік у перший пост-прогнозний період (наприклад, при прогнозі на п'ять років береться грошовий потік за шостий рік); CF_t – грошовий потік у t -му періоді; $CF_{n+1} = CF_n (1+g)$; g – річний темп приросту.

Складено за: Бригхем Ю., Эрхард М. Финансовый менеджмент / пер. с англ. под ред. Е. А. Дорофеева. СПб.: Питер, 2007. 960 с.; Брейли Р., Мейерс С., Франклин А. Принципы корпоративных финансов: базовый курс / под ред. А. В. Бухалова. 2-е изд. М.: ИД “Вильямс”, 2015. 576 с.

кова вартість підприємства без левереджа, до якої додається сума податкового щита [18, с. 183–192].

Для візуалізації використання названих методів припустимо, що безризикова норма дохідності R_f становить 3 %, премія за ризик вкладеного капіталу EMRP – 6 %, коефіцієнт бета активу – 1,25, частка боргових зобов'язань у складі всього капіталу підприємства – 60 %, маржа боргових зобов'язань для покриття ризику неплатежів DM_f – 0 %, ставка корпоративного податку на прибуток – 18 %. Також для спрощення розрахунків припустимо, що майбутні чисті грошові потоки CF_i щорічно дорівнюють 1000 млн грн протягом п'яти років. За допомогою наведених вище формул можна обчислити такі показники: вартість боргових зобов'язань – 3 % ($3 + 0$); відношення боргових зобов'язань до акціонерного капіталу L/E – 150 %; бета акцій – 3,183; вартість акціонерного капіталу з урахуванням боргових зобов'язань i_e – 10,5 % ($3 + 1,25 \cdot 6$); вартість акціонерного капіталу без урахування боргових зобов'язань i_{en} – 22,1 % ($3 + 3,183 \cdot 6$); WACC – 10,316 %.

Розрахунок прогнозованої ринкової вартості підприємства на основі використання зазначених методів наведено в табл. 2.

Як бачимо, при використанні методів ACC і FTE отримано однакові результати (7948,82 млн грн), а методу APV – дещо інший (8054,8 млн грн). Це пов'язано, зокрема, з тим, що останній передбачає поділ усього капіталу (активів) на вартість, пов'язану з операційною діяльністю, й таку, котра створюється шляхом відповідної структури капіталу. Отже, грошові потоки від операційної діяльності після сплати податків без урахування левереджу та сума податкового щита дисконтуються окремо.

Попри ідеалістичність деяких припущень при застосуванні всіх трьох підходів (сталість структури джерел фінансування, ставки податку на прибуток, процентів за борговими зобов'язаннями, грошових потоків), найбільш прийнятним є метод ACC, оскільки він найпростіший. Окрім того, метод FCE потребує розрахунку вартості боргових зобов'язань за допомогою першого методу. При цьому, на думку аналітиків і науковців, найпотужнішим є APV, адже при його використанні можна зробити припущення про постійні зміни структури джерел фінансування, ставок податків і процентних ставок за зобов'язаннями. Однак для застосування цього методу підприємство повинне мати широку інформаційну базу, що в реальних умовах не завжди реально.

У процесі злиття й поглинання досягається низка стратегічних цілей, таких як посилення ринкових позицій підприємства, перехід у перспективніші чи прибутковіші галузі. Разом із цим менеджмент розглядає реальні можливості створення вартості підприємства, що відбувається за рахунок синергетичного ефекту.

Синергія – це збільшення ефективності (результативності) діяльності об'єднаної компанії порівняно з тим, що дві окремі компанії можуть або повинні отримувати як окремі, незалежні структури. Концепція синергетичного ефекту може застосовуватися для обґрунтування процесу M&A та аналізу його фінансової спроможності. Ефект синергізму проявляється в тому,

Таблиця 2. Розрахунок прогнозованої ринкової вартості підприємств*

Показник	Рік						Кінцева вартість
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й	
<i>Метод приведеної вартості капіталу (ACC)</i>							
Грошовий потік	0	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	9 693,68
Грошовий потік після сплати податків	0	820	820	820	820	820	7 948,82
Коефіцієнт дисконтування (WACC)	1	1,103	1,168	1,237	1,310	1,387	1,38684
Дисконтована вартість	0	743,32	701,99	662,95	626,09	591,27	5 731,62
Ринкова вартість підприємства	$5\,731,62 \cdot 1,387 \approx 7\,948,82$						
Ринкова вартість акціонерного капіталу підприємства	3 179,53						
Ринкова вартість боргових зобов'язань	4 769,29						
<i>Метод приросту акціонерного капіталу (FTE)</i>							
Грошовий потік	0	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	4 524,89
Відсоткові платежі (3 % від суми ринкових боргових зобов'язань)	0	143,08	143,08	143,08	143,08	143,08	647,41
Грошовий потік після сплати процентів	0	856,92	856,92	856,92	856,92	856,92	3 877,47
Грошовий потік після сплати податків	0	702,68	702,68	702,68	702,68	702,68	3 179,53
Коефіцієнт дисконтування (i_{en})	1	1,221	1,399	1,604	1,838	2,106	2,106
Поточна вартість акціонерного капіталу	0	575,49	502,17	438,2	382,37	333,66	1 509,76
Ринкова вартість акціонерного капіталу підприємства	$1\,509,76 \cdot 2,106 \approx 3\,179,53$						
Ринкова вартість підприємства	7 948,82						
Ринкова вартість боргових зобов'язань	4 769,29						
<i>Метод скоригованої приведеної вартості (APV)</i>							
Грошовий потік	0	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	9 523,81
Грошовий потік після сплати податків	0	820	820	820	820	820	7 809,52
Коефіцієнт дисконтування (i_e)	0	1,105	1,221	1,349	1,491	1,647	1,647
Поточна вартість	0	742,08	671,57	607,75	550,00	497,74	4 740,38
Ринкова вартість підприємства без левереджу	$4\,740,38 \cdot 1,647 \approx 7\,809,52$						
Відсоткові платежі (3 % від суми ринкових боргових зобов'язань)	0	143,08	143,08	143,08	143,08	143,08	1 362,65
Відсотковий податковий щит	0	25,75	25,75	25,75	25,75	25,75	245,28
Коефіцієнт дисконтування (i_e)	1	1,105	1,221	1,349	1,491	1,647	1,647
Дисконтована вартість податкового щита	0	23,31	21,09	19,09	17,27	15,63	148,88
Ринкова вартість податкового щита	$148,88 \cdot 1,647 \approx 245,28$						
Ринкова вартість підприємства	$7\,809,52 + 245,28 = 8\,054,80$						
Ринкова вартість акціонерного капіталу підприємства	3 221,92						
Ринкова вартість боргових зобов'язань	4 832,88						

* Усі показники, крім коефіцієнтів, у млн грн.

Складено авторами.

що величина чистого грошового потоку, доступного власникам (акціонерам) об'єднаної компанії (AB), перевищує суму грошових потоків по підприємствах (A і B), що ввійшли до неї, а оцінка власного капіталу компанії, котра

утворилася при злитті, перевищує суму оцінок підприємств, що ввійшли: $PV_{AB} > PV_A + PV_B$. У разі наявності синергетичного ефекту, процес злиття й поглинання вважається економічно виправданим та є підґрунтям для переходу до оцінки витрат на його здійснення.

За умов досягнення покупцями (АВ) запланованих результатів їхньої діяльності чиста поточна вартість (*Net Present Value* – NPV) стратегії поглинання обчислюється за формулою:

$$NPV = \text{синергія} - \text{премія}. \quad (3)$$

Витрати, що виникають у процесі злиття, становлять премію, котру компанія, що купує, сплачує за компанію-ціль понад її вартість як окремої економічної одиниці. Власники (акціонери) компанії, що поглинається, отримують на зазначену величину більше коштів, ніж ринкова вартість компанії. Тому чиста приведена вартість для поглинаючої компанії, котра утворюється внаслідок поглинання іншого підприємства, вимірюється різницею між цими вигодами й витратами. Отже, в цінах на акції компаній-покупців і компаній-цілей відображаються очікування інвесторів щодо зростання вартості, яку може отримати підприємство, що функціонує окремо.

У процесі М&А для отримання максимального ефекту синергії варто детально дослідити особливості злиття (горизонтальне, вертикальне, родове чи конгломератне), чітко визначити мету та стратегію діяльності.

На підставі аналізу й узагальнення світового досвіду доходимо висновку, що основними джерелами синергії є: збільшення доходів, зменшення витрат, удосконалення технології й процесів виробництва та фінансова економія (рис. 5).

Визначаючи потенційну економію від кожного джерела синергетичного ефекту, особливу увагу потрібно приділити параметрам, котрі можуть істотно вплинути на точність оцінки та розрахунок передбачуваної синергії. До ключових змінних параметрів відносять:

1) величину вигоди від синергетичного ефекту. Вартість синергії повинна бути кількісно розрахована в прогнозі чистих грошових потоків, що включають оцінку доходів, витрат, у т. ч. на фінансування й оподаткування, інвестиції в оборотний капітал і основні засоби;

2) імовірність досягнення результату. Внаслідок об'єднання діяльності очікуватимуться передбачувані вигоди різного характеру, частина яких має високу ймовірність успіху, тимчасом як інші будуть досить спірними. Прикладом може бути майже або стовідсоткова ліквідація адміністративних витрат на утримання ради директорів компанії-цілі. Рекомендується розраховувати ймовірності різних програм-сценаріїв (і оптимістичного, й песимістичного) або проводити розрахунки шляхом моделювання за методикою Монте-Карло, що допомагає встановити діапазон можливих результатів;

3) період отримання вигід. Команда М&А покупця має розуміти, що поглинання зазвичай відбувається у вигляді однієї угоди, а вигоди від неї накопичуються протягом усього періоду прогнозу, котрий може становити багато років.

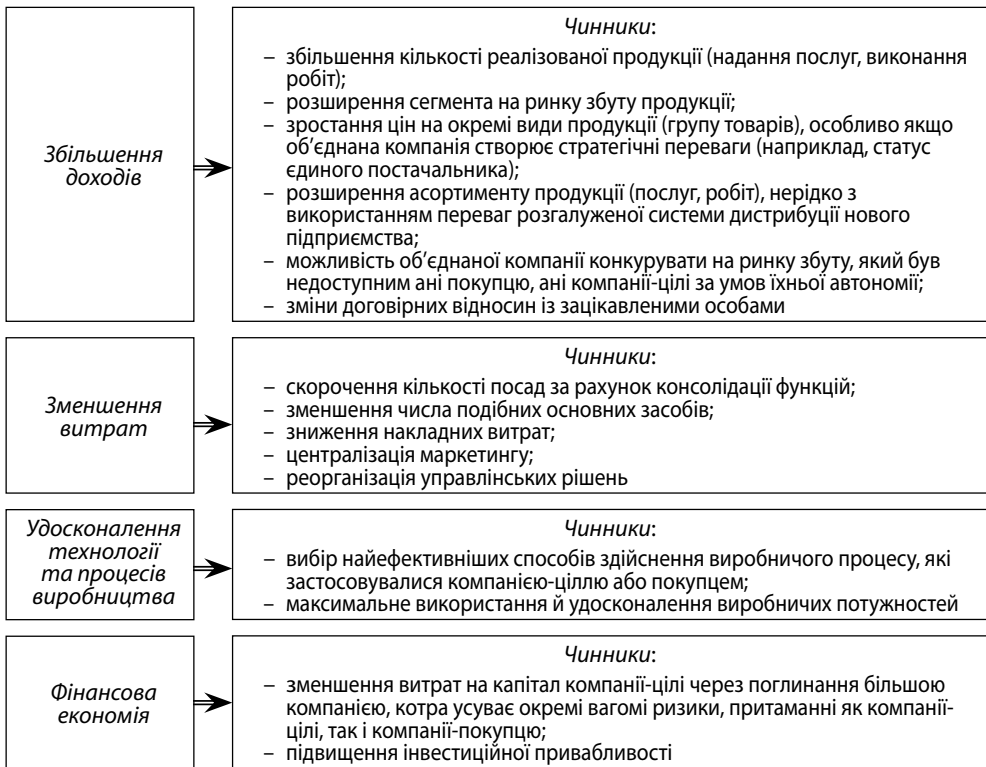


Рис. 5. Потенційні джерела синергії при злитті й поглинанні компаній

Складено за: Еванс Ф. Ч., Бішоп Д. М. Оцінка компаній при злиттях і поглинаннях: створення стоимости в частных компаниях / пер. с англ. 5-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2016. С. 102–104.

Таким чином, у ході експертизи прогнозованих синергетичних ефектів важливо враховувати об'єктивність і достовірність фактів. Кожну прогнозовану синергію варто піддавати критиці на предмет передбачуваної величини, ймовірності й терміну отримання вигід.

Невід'ємними складовими процесу злиття й поглинання з урахуванням синергетичного ефекту є планування на майбутнє та врахування стратегічного плану компанії. Кожне поглинання повинне оцінюватися з урахуванням імовірності ефекту синергії. М. Сіроуер [21, с. 20, 29] виокремлює елементи стратегії поглинання, які слід узяти до уваги для досягнення успіхів у синергії, до котрих належать:

- стратегічне бачення (*strategic vision*) – цілі комбінування діяльності, що мають залишатися постійними в робочому плані поглинання;
- операційна стратегія (*operation strategy*) – робочі заходи, необхідні для досягнення в об'єднаній компанії стратегічних переваг над конкурентами;
- інтеграція систем (*systems integration*), що передбачає поглинання за збереження цілей діяльності;
- влада та культура (*power and culture*). Корпоративна культура внаслідок злиття й поглинання зазвичай зазнає змін, тому з метою уникнення конфлікт-

них ситуацій і налагодження співпраці потрібно визначити й запровадити систему та структуру прийняття управлінських рішень у об'єднаній компанії.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Проведення операцій M&A пов'язане з низкою проблем. Оскільки злиття та поглинання компаній відіграє вагомую роль у діяльності суб'єктів господарювання, в ході дослідження виокремлено як теоретичну, так і практичну їх складову. Систематизовано й узагальнено групи методів комплексного фінансового аналізу операцій M&A для підприємств України, застосування яких сприятиме формуванню комплексної системи показників та оцінці процесів злиття й поглинання компаній із метою виявлення ефективних варіантів їх здійснення. Для обґрунтування процесу злиття та поглинання, вивчення можливостей створення реальної вартості підприємства застосовують концепцію синергетичного ефекту, що може проявлятися у формі операційного чи фінансового синергізму. Виокремлено підходи до дисконтування прогнозованих грошових потоків при визначенні справедливої вартості капіталу та розраховано прогнозну ринкову вартість підприємства із застосуванням WACC у ролі ставки дисконтування. З'ясовано, що результати розрахунку ринкової вартості капіталу з використанням методу приведеної вартості капіталу (ACC) та методу приросту акціонерного капіталу (FTE) відрізняються від отриманого із застосуванням методу скоригованої приведеної вартості (APV), що спричинено поділом капіталу на частину вартості, котра пов'язана з операційною діяльністю, й таку, яка зумовлена відповідною структурою капіталу.

Методика комплексного аналізу угод злиття й поглинання дасть змогу суб'єктам господарювання:

- 1) проаналізувати угоди M&A в розрізі груп показників (фінансового стану підприємства, індикаторів на основі внутрішніх джерел інформації підприємства);
- 2) розрахувати справедливу ринкову вартість компанії;
- 3) визначити взаємні вигоди від злиття та поглинання;
- 4) виокремити організаційні й економічні ефекти з урахуванням умов і стратегії інтеграційних операцій;
- 5) обрати найкращий варіант реалізації угод із метою забезпечення максимального синергетичного ефекту.

Список використаних джерел

1. Офіційний веб-сайт Інституту злиття та поглинання (Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances). URL: <https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions> (дата звернення: 18.09.2016).
2. База даних сделок слияния и поглощения в Украине / M&A Україна. URL: <https://inventure.com.ua/tools/database/m%26a> (дата звернення: 18.09.2016).
3. Number of merger and acquisition (M&A) deals in Ukraine from 2011 to 2014. URL: <http://www.statista.com/statistics/415141/m-and-a-ukraine-number-of-deals> (дата звернення: 18.09.2016).
4. Total value of merger and acquisition (M&A) transactions in Ukraine from 2011 to 2014. URL: <http://www.statista.com/statistics/415145/m-and-a-ukraine-aggregate-value-of-deals> (дата звернення: 18.09.2016).

5. Largest merger and acquisition (M&A) deals in Ukraine in 2014, by deal value. URL: <http://www.statista.com/statistics/415150/m-and-a-ukraine-value-deals> (дата звернення: 18.09.2016).
6. Mergers and acquisitions performance paradox: The mediating role of integration approach / Weber Y. and others. *European Journal of International Management*. 2011. Vol. 5.4. P. 373–393. URL: <http://www.dx.doi.org/10.1504/EJIM.2011.040911>.
7. Гамма Т. М. Особливості та перспективи розвитку ринку M&A в Україні. *Науковий вісник Мукачівського державного університету*. Сер.: економіка. 2016. № 1 (5). С. 106–112.
8. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / пер. с англ. 5-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2016. 333 с.
9. Kalinowska A., Mielcarz P. Methods of payment in M&A transactions and the operational performance of acquirers. *SSRN*. 2014. No. 67. P. 739–746.
10. Кириченко О. А., Ваганова Е. В. Деякі аспекти злиття та поглинання компаній у світі побудови нової інтеграційної системи економіки. *Актуальні проблеми економіки*. 2009. № 2 (92). С. 45–56.
11. Cohen L. M. Physical assets in the M&A mix: A strategic option. *Journal of Business Strategy*. 2010. Vol. 31.6. P. 28–36. URL: <http://www.dx.doi.org/10.1108/02756661011089053>.
12. Максименко А. В. Тенденції та стратегічні мотиви злиття і поглинання міжнародних корпорацій. *Економічний часопис – XXI*. 2013. № 9-10 (1). С. 11–14.
13. Marks M. L., Mirvis P. H. Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition success. *Journal of Business and Psychology*. 2011. Vol. 26.2. P. 161–168. URL: <http://www.dx.doi.org/10.1007/s10869-011-9219-4>.
14. Nazarova V. An analysis of the effectiveness of the M&A strategy of a diversified company (Unilever Group case study). *International Business Management*. 2015. Vol. 9 (1). P. 41–53.
15. Chen C. H., Lin M. J. J. An assessment of post-M&A integration influences on new product development performance: An empirical analysis from China, Taiwan, and HK. *Asia Pacific Journal of Management*. 2009. Vol. 28 (4). P. 807–831. URL: <http://www.dx.doi.org/10.1007/s10490-009-9173-0>.
16. Скоробогач О. Стан і тенденції розвитку процесів злиття і поглинання у банківській системі України. *Вісник Української академії банківської справи*. 2011. № 1 (30). С. 62–66.
17. Мусій Я. М. Особливості злиття і поглинання у банківському секторі ЄС: висновки для України. *Економічний аналіз*. 2013. Т. 13. С. 223–229.
18. Огуер Т., Рагман Дж., Спайсер Л. Настоящая стоимость капитала: практ. пособ. по принятию финансовых решений / под науч. ред. О. Б. Ватченко; пер. с англ. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. 288 с.
19. Бригхэм Ю., Эрхард М. Финансовый менеджмент / пер. с англ. под ред. Е. А. Дорофеева. СПб.: Питер, 2007. 960 с.
20. Брейли Р., Мейерс С., Франклин А. Принципы корпоративных финансов: базовый курс / под ред. А. В. Бухалова. 2-е изд. М.: ИД “Вильямс”, 2015. 576 с.
21. Sirower M. L. The synergy trap: How companies lose the acquisition game. N. Y.: The Free Press, 2000. 304 p.

References

1. Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances. (2015). *M&A Statistics*. Retrieved from <https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/>.
2. Investment Portal Invanture. (2016). *Baza danny'kh sdelok slyaniya i pogloshheniya v Ukraine* [Database of mergers and acquisitions in Ukraine (M&A Ukraine)]. Retrieved from <https://inventure.com.ua/tools/database/m%26a> [in Russian].
3. The Statistical Portal. (2015). *Number of merger and acquisition (M&A) deals in Ukraine from 2011 to 2014*. Retrieved from <http://www.statista.com/statistics/415141/m-and-a-ukraine-number-of-deals/>.
4. The Statistical Portal. (2015). *Total value of merger and acquisition (M&A) transactions in Ukraine from 2011 to 2014*. Retrieved from <http://www.statista.com/statistics/415145/m-and-a-ukraine-aggregate-value-of-deals/>.

5. The Statistical Portal. (2015). *Largest merger and acquisition (M&A) deals in Ukraine in 2014, by deal value*. Retrieved from <http://www.statista.com/statistics/415150/m-and-a-ukraine-value-deals/>.
6. Weber, Y., Tarba, S. Y., & Bachar, Z. R. (2011). Mergers and acquisitions performance paradox: the mediating role of integration approach. *European Journal of International Management*, 5(4), 373-393. doi: 10.1504/EJIM.2011.040911.
7. Hamma, T. M. (2016). Osobly'vosti ta perspekty'vy' rozvy'tku ry'nku M&A v Ukrayini [Characteristics and prospects of M&A market in Ukraine]. *Naukovy'j visny'k Mukachevo State University*, 1 (5), 106-112 [in Ukrainian].
8. Evans, F. C., Bishop, D. M. (2016). *Ocenka kompanij pri slyaniyakh i pogloshheniyakh: sozdanie stoimosti v chastny'kh kompaniyakh* [Valuation for M&A: Building value in private companies]. Moscow: Al'pina Publisher [in Russian].
9. Kalinowska, A., Mielerz, P. (2014). Methods of payment in M&A transactions and the operational performance of acquirers. *SSRN*, 67, 739-746.
10. Ky'ry'chenko, O. A., Vahanova, E. V. (2009). Deyaki aspekty' zly'ttya ta pohly'nannya kompanij u svitli pobudovy' novoyi intehracijnoyi sy'stemy' ekonomiky' [Certain aspects of companies' mergers and acquisitions in the context of building new integrational system of economy]. *Aktual'ni problemy' ekonomiky'* [Actual Problems of Economics], 2 (92), 45-56 [in Ukrainian].
11. Cohen, L. M. (2010). Physical assets in the M&A mix: A strategic option. *Journal of Business Strategy*, Vol. 31, Iss. 6, 28-36. doi: 10.1108/02756661011089053.
12. Maksymenko, A. V. (2013). Tendenciya ta stratehichni moty'vy' zly'ttya i pohly'nannya mizhnarodny'kh korporacij [Trends and strategic motives of multinational corporations' mergers and acquisitions]. *Ekonomichny'j chasopy's – XXI* [Economic Annals-XXI], 9-10 (1), 11-14 [in Ukrainian].
13. Marks, M. L., Mirvis, P. H. (2011). Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition success. *Journal of Business and Psychology*, Vol. 26, Iss. 2, 161-168. doi: 10.1007/s10869-011-9219-4.
14. Nazarova, V. (2015). An analysis of the effectiveness of the M&A strategy of a diversified company (Unilever Group case study). *International Business Management*, 9 (1), 41-53.
15. Chen, C. H., Lin, M. J. J. (2009). An assessment of post-M&A integration influences on new product development performance: An empirical analysis from China, Taiwan, and HK. *Asia Pacific Journal of Management*, 28 (4), 807-831. doi: 10.1007/s10490-009-9173-0.
16. Skorobohach, O. (2011). Stan i tendenciya rozvy'tku procesiv zly'ttya i pohly'nannya u bankiv'skij sy'stemi Ukrayiny' [Status and trends in process of mergers and acquisitions in Ukrainian banking system]. *Visny'k Ukrayins'koyi akademiyi bankiv'skoyi spravy'* [Herald of the Ukrainian Academy of Banking], 1 (30), 62-66 [in Ukrainian].
17. Musij, Ya. M. (2013). Osobly'vosti zly'ttya i pohly'nannya u bankiv'skomu sektori Yes: vy'snovky' dlya Ukrayiny' [Main features of mergers and acquisitions in the EU banking sector: implications for Ukraine]. *Ekonomichny'j analiz* [Economic Analysis], 13, 223-229 [in Ukrainian].
18. Ogier, T, Rugman, J., Spicer, L. (2007). *Nastoyashhaya stoimost' kapitala: prakticheskoe posobie po prinyatiyu finansovy'kh reshenij* [The real cost of capital: A business field guide to better financial decisions]. Dnepropetrovsk: Balans Biznes Buks [in Russian].
19. Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C. (2007). *Finansovy'j menedzhment* [Financial management: Theory and practice]. St. Petersburg: Piter [in Russian].
20. Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2015). *Principy' korporativny'kh finansov: bazovy'j kurs* [Principles of corporate finance. Concise edition]. Moscow: Williams [in Russian].
21. Sirower, M. L. (2000). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. New York: The Free Press.