

О. М. Гончарова,

к. е. н., доцент, доцент кафедри економіки підприємства,

Київський національний університет ім. Тараса Шевченка, м. Київ

О. Ю. Нікітнік,

студент, Київський національний університет ім. Тараса Шевченка, м. Київ

ОЦІНКА СИНЕРГЕТИЧНОГО ЕФЕКТУ В УГОДАХ M&A

O. Goncharova,

Ph.D., Associate Professor, Associate Professor of Economics of Enterprises,

Kyiv National Taras Shevchenko University, Kyiv

O. Nikitnik,

student, Kyiv National Taras Shevchenko University, Kyiv

EVALUATION OF SYNERGY EFFECT IN M&A DEALS

Метою статті є дослідження підходів та методів оцінки синергетичного ефекту при укладанні угод M&A. У статті проаналізовано стан, тенденції та прогнози розвитку міжнародного та національного ринків M&A, обґрунтовано актуальність об'єднання українських компаній з іноземними як одного з ефективних альтернативних шляхів їх розвитку в умовах існуючої політичної та економічної ситуації. Охарактеризовано сутність ефекту синергії, наведено основні джерела її отримання, описано форми та види, яких може набувати синергія при інтеграції компаній. Систематизовано підходи та методи оцінки ефекту синергії у вартісному вираженні, визначено параметри оцінки та їх вимірники, наведено формули розрахунку залежно від умов та наявної у розпорядженні вихідної інформації. Визначено випадки доцільності та недоліки застосування методів в межах кожного із підходів до оцінки. Наведено статистичні дані успішності укладання угод M&A у світі з точки зору приросту величини вартості об'єднаних компаній та основні причини неотримання очікуваного синергетичного ефекту.

The aim of the article is to study the synergy effect evaluation approaches and methods in M&A deals. In the article Economic situation, trends and forecasts of international and domestic M&A markets are analyzed. Topicality of Ukrainian and foreign companies' mergers as an efficient alternative way of their development in current political and economic situation in Ukraine is reasoned. Essence of synergy, its main sources, forms and types are described. Synergy effect evaluation approaches and methods are systematized. Formulas, parameters of evaluation and their measurers are given depending on conditions and available information. Advantages and disadvantages of methods within each evaluation approach are determined. Statistics of successful M&A deals in the world that lead to growth of joined companies' value is shown, main causes of failure to receive expected synergy effect are described.

Ключові слова: Синергетичний ефект, джерела синергії, форми синергії, види синергії, угода злиття та поглинання, оцінка вартості, підходи та методи оцінки.

Key words: Synergie effect, sources of synergy, forms of synergy, types of synergies, mergers and acquisitions, evaluation, evaluation approaches and methods.

ВСТУП

Розвиток світової економіки та постійне наростання конкурентної боротьби на більшості галузевих ринках вимагає пошуку альтернативних шляхів розвитку бізнесу. Одним із таких шляхів є укрупнення компаній за рахунок злиття та поглинання. Інтеграція компаній дозволяє отримати ряд стратегічних переваг, досягнення яких кожною із них окремо є або неможливим, або значно пролонгованим у часі. З точки зору української економіки вигідним є укладання угод M&A (mergers and acquisitions — злиття та поглинання) між національними та міжнародними підприєм-

ствами, оскільки в даному випадку відбуватиметься, по-перше, притік іноземних інвестицій для подальшого розвитку, по-друге, передача досвіду та технологій, і, по-третє, підвищення загальних стандартів роботи та життя населення. Сьогодні, з огляду на складну політичну ситуацію в Україні, спостерігається дезінвестування з боку іноземних інвесторів. Однак враховуючи обмежені власні фінансові ресурси, злиття або поглинання міжнародними компаніями в найближчій перспективі буде одним із небагатьох альтернативних шляхів розвитку українських підприємств. У цьому контексті постає питання про оцінку ефективності таких про-



Рис. 1. Джерела отримання синергетичного ефекту

Джерело: розроблено автором на основі [2, 102—104].

ектів реорганізації, вагою складова якої формується за рахунок величини синергетичного ефекту, отриманого внаслідок укладання угоди M&A.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про обмежене вивчення проблеми оцінки синергетичного ефекту при укладанні угод M&A. Так, Сіровер [13] дає визначення, описує та характеризує синергію з точки зору вартості компаній, показника їх прибутку на 1 акцію та в контексті стратегічного управління. Дамодаран [4] та Чеботарьов [10] розглядають основні форми та види, яких набуває синергія при реорганізації компаній у формі злиття та поглинання. Бішоп та Еванс [2] наводять джерела виникнення синергетичного ефекту, а також разом із Дамодараном [4] перераховують параметри оцінки величини синергії у разі здійснення оцінки методами дохідного підходу. Есипов [5] та Момот [7] детально описують порядок, підходи та методи оцінки вартості бізнесу, не акцентуючи своєї уваги на специфічних аспектах оцінки синергетичного ефекту. Намагається систематизувати підходи до оцінки синергії Іщенко [6], однак у кінцевому підсумку пропонує власну методичку розрахунку, яка фактично зводиться до методу дисконтування грошових потоків.

Аналіз глобального та національного ринку M&A, а також статистика прояву синергетичних ефектів при укладанні таких угод наводяться в статтях Гончарової [3], Снежко [8; 9], а також аналітиків консалтингових компаній PWC [11] та BCG [12].

Таким чином, актуальним постає питання систематизації підходів та методів оцінки синергетичного ефекту при укладанні угод M&A, а також можливість застосування методів порівняльного та витратного підходів при здійсненні такої оцінки, що і формує мету даної статті.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Угоди M&A слід розглядати як одну з форм розвитку бізнесу на макро- та мікрорівнях шляхом укрупнення, в результаті якого на ринку утворюється більше за обсягами господарської діяльності підприємство замість кількох менших.

Під поглинанням розуміють оплачену угоду, внаслідок якої відбувається перехід прав власності на компанію. Вони бувають ворожі та дружні. Останні ж фактично є синонімом злиття [3, с. 280]

При цьому злиття та поглинання супроводжуються припиненням діяльності двох і більше підприємств як юридичних осіб та передачею їх прав та зобов'язань до новоствореної юридичної особи, яка є їх правонаступником, з метою досягнення подальшого спільного розподілу ризиків та вигід від об'єднання.

Іноді до угод M&A відносять також таку форму реорганізації підприємств, як приєднання, що передбачає пере-

дачу активів та пасивів одного або декількох підприємств до іншого (вже функціонуючого) та припинення їх діяльності як окремих юридичних осіб.

Світовий ринок угод M&A в 2013 році за оцінками компанії Dealogic та Ernst&Young становив 2,68 та 2,30 трлн дол. США відповідно. При цьому за даними першої обсяг глобального ринку зріс на 9,0% порівняно із 2012 роком, а за показниками другої скоротився на 6,2%, однак в 2014—2015 рр. за прогнозами експертів розвиватиметься по висхідній [1].

Загальна сума угод M&A в Україні в 2013 році згідно з даними Центру дослідження корпоративних відносин складала за різними оцінками від 4,2 до 8,0 млрд дол. США. Так, після падіння протягом 2011—2012 рр. національний ринок M&A виріс більш ніж в два рази. Така активізація купівлі українських активів пояснюється двома основними тенденціями. Перша — активний вихід з українського ринку іноземних інвесторів та їх заміна українськими. Друга — укрупнення українського бізнесу [1; 9, с. 4].

Однак вже до кінця 2014 року ринок M&A в Україні впадо до рівня, якого не досягав навіть під час світової фінансово-економічної кризи і спаду національної економіки в 2009—2010 рр. За період з січня по вересень 2014 року було укладено 73 угоди M&A з українськими покупцями, продавцями чи активами (для порівняння: за три квартали 2009 року була здійснена 331 угода). Через відсутність попиту на місцеві активи середня вартість угоди M&A за три квартали 2014 знизилася вдвічі, до 12 млн дол. США, у порівнянні з аналогічним періодом минулого року. В цілому ж український ринок M&A за січень-вересень минулого року скоротився до рекордно низького рівня — 895 млн дол. США. Така ситуація на ринку пояснюється, перш за все, політичною нестабільністю, яка призвела до падіння мультиплікатора P/EBITDA з 8—10 до кризи до 2—4 зараз та падіння інвестиційної привабливості українського капіталу для іноземних інвесторів. У 2015 році зростання обсягу ринку M&A не очікується, а до мотивів укладання таких угод, окрім наведених двох вище, належить також продаж компаніями неосновних / неприбуткових бізнес-напрямів для концентрації капіталу на розвитку основного виду діяльності та мінімізації затрат [8, с. 8].

Рішення щодо укладання угоди M&A залежить у першу чергу від грошової оцінки синергетичного ефекту внаслідок об'єднання компаній та розміру капітальних вкладень, необхідного для його досягнення.

Синергія являє собою зростання ефективності діяльності об'єднаного підприємства понад ту, яку підприємства, що об'єднуються, вже досягли або повинні досягти як незалежні [13, с. 20]. У вартісному вираженні вона може бути відображена як:

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

де P — ринкова вартість компанії.

Або по-іншому через значення показника прибутку на одну акцію (EPS — earnings per share) [13, с. 21]:

$$EPS \text{ (завтра)} = EPS \text{ (сьогодні)} \times (1 + \text{Очікуване зростання}) + \text{Синергія}.$$



Рис. 2. Форми та види синергетичних ефектів

Джерело: розроблено автором на основі [10, с. 222—223].

У термінах стратегічного управління синергія означає зростання конкурентоспроможності компаній понад рівень, необхідний їм для виживання та отримання вищого за величину нормального прибутку на своїх конкурентних ринках [13, с. 20].

При цьому, в окремих випадках може виникати і негативна синергія, за якої:

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

У такому випадку укладання угоди M&A є недоцільним та відповідний проект реорганізації компаній повинен бути відхилений.

Джерела отримання синергетичного ефекту наведені на рисунку 1.

Зростання доходів може бути пов'язане із продажем більшої кількості одиниць продукції та/ або послуг. Це в основному досягається за рахунок обслуговування об'єднаною компанією більш широкого ринку або пропозиції вдосконаленого асортименту. У випадку, якщо компанія займає вагомий стратегічну позицію на ринку або набуває монопольного становища, зростання обсягу ринку може також супроводжуватися збільшенням цін [2, с. 102].

Прогнозування зростання доходів компаній внаслідок укладання угоди M&A носить ймовірнісний характер, оскільки воно визначається, окрім внутрішніх, і багатьма зовнішніми чинниками, які знаходяться поза межами впливу об'єднаного підприємства і значно ускладнюють процес прогнозування.

Оцінка розміру синергії внаслідок скорочення витрат є більш точною, оскільки залежить від внутрішнього середовища підприємства. Так, за рахунок консолідації функцій та окремих бізнес-процесів ліквідуються зайві підрозділи та дублюючі посади, надлишкові основні засоби, а також скорочуються накладні витрати [2, с. 103].

Вдосконалення процесів відбувається, коли об'єднана компанія використовує в процесі господарської діяльності найбільш ефективні методи, способи та прийоми, використовувани раніше компанією-ціллю або її покупцем [2, с. 103].

Фінансова економія проявляється у вигляді скорочення витрат на залучення капіталу та податкових вигід. Перше може бути досягнуто через поглинання компанією-цілі більш великою компанією, яка ліквідує ризики інвестицій в компанію-ціль як автономний бізнес. Друге досягається шляхом перенесення чистих збитків від основної діяльності компанії, реєстрації підприємства у такій організаційно-правовій формі, яка дозволяє мінімізувати податки, трансфертного ціноутворення тощо [2, с. 104].

Синергія може проявлятися в двох формах — прямій та непрямій. Пряма пов'язана із збільшенням чистих активів та/ або грошових потоків об'єднаних підприємств [10, с. 222]. Непряма проявляється у формі збільшення ринкової вартості акцій або зміни мультиплікатора P/E (ціна / чистий прибуток) [10, с. 223].

Пряма вигода зазвичай розраховується при оцінці ефективності та доцільності укладання угоди M&A на етапі її планування, тоді як непряма — по факту, тобто після укладання даної угоди, вона є частиною підсумкової оцінки ефективності реалізації проекту реорганізації.

За видами виділяють операційну, управлінську та фінансову синергію.

До операційної синергії відносять таку, яка дозволяє компаніям збільшити розмір операційного прибутку та/ або забезпечити прискорені темпи його зростання. Операційна синергія може вплинути на маржу та зростання, а через них на вартість фірм, які підлягають злиттю або поглинанню [4, с. 930].

Операційні синергії можна поділити на 4 типи:

1. Економія від масштабу, яка призводить до скорочення середніх постійних витрат та, як наслідок, собівартості продукції.

2. Підвищена цінова влада, яка виникає внаслідок послаблення конкуренції і підвищення частки ринку, що тягне за собою підвищення маржинального доходу на одиницю готової продукції.

3. Об'єднання різноманітних функціональних сил, як наприклад, у випадку, коли компанія з потужною виробничо-технологічною базою придбаває компанію з налагодженою системою просування та дистрибуції.

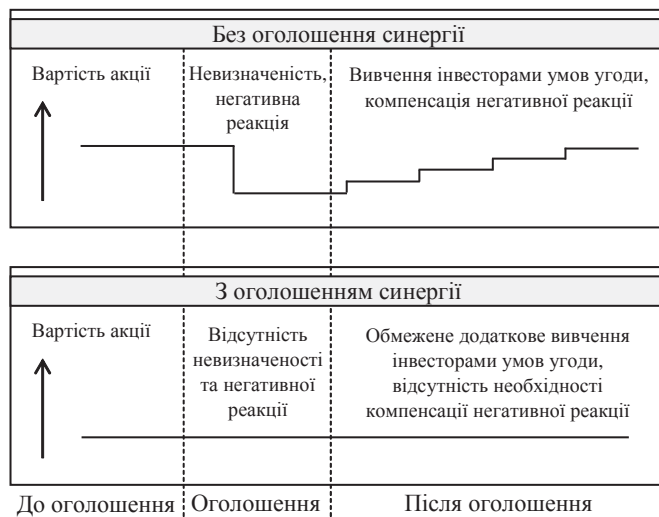


Рис. 3. Вплив інформаційного ефекту від оголошення угоди M&A та наявного синергетичного ефекту на ринкову вартість акції

Джерело: [12, с. 12].

4. Прискорене зростання на нових або існуючих ринках. Така ситуація може виникати, коли, наприклад, компанія з відомою торговою маркою та хорошою репутацією купує іншу компанію на іншому ринку, який лише розвивається, і починає просувати її продукцію під власною торговою маркою [4, с. 930].

Управлінська синергія пов'язана із економією за рахунок створення нової системи управління. Часто в практиці укладання угод M&A об'єктом приєднання виступають компанії з нереалізованим потенціалом зростання вартості, пов'язаним з неефективним менеджментом. Розвиток таких компаній заснований на перейнятті практик більш ефективного управління [10, с. 222].

Фінансова синергія зазвичай набуває форми зростання грошових потоків та/ або зниження вартості капіталу (ставки дисконтування). Вона включає:

1. Об'єднання компанії з надлишковими готівковими коштами або пасивними доходами (та обмеженими проектними можливостями) та компанії з недостатнім обсягом фінансових ресурсів і високодохідними проектами.

2. Зростання боргових можливостей за рахунок більш стабільних та прогнозованих грошових потоків та прибутків [4, с. 930].

3. Скорочення ризику інвестицій в об'єднане підприємство.

4. Виграш на податках. Окремо може виникати інформаційний ефект від укладання угоди M&A, який поряд із іншими перерахованими видами ефектів, може викликати підвищення / зниження ринкової вартості акцій і мультиплікатора P/E [10, с. 222—223].

Оцінка синергії у формі прямої вигоди здійснюється зазвичай методами доходного та рідше порівняльного підходу.

Дохідний підхід являє собою процедуру оцінки, яка виходить з принципу зв'язку вартості синергії з поточною вартістю генерованих нею майбутніх грошових потоків [5, с. 74].

Оцінка величини синергетичного ефекту в такому випадку здійснюється на основі таких параметрів:

1. Розмір вигоди від синергії. Величина синергії повинна бути кількісно визначена у вигляді прогнозу грошових потоків, що включає оцінки доходів, економії на операційних витратах та додаткових операційних витрат, витрат фінансування та оподаткування, а також додаткових інвестицій в оборотний капітал та основні засоби [2, 105].

2. Час отримання вигід. Дуже часто синергія проявляється не одразу, а починає приносити ефект з плином часу. Оскільки вартість синергії — це приведена вартість створених нею грошових потоків, то чим більше часу вимагається для її прояву, тим меншою буде її вартість [4, с. 941].

3. Ймовірність отримання вигід. Об'єднання компаній може передбачати широкий перелік різноманітних вигід,

Таблиця 1. Розрахунок вартості синергії методом прямої капіталізації доходу

При стабільних доходах			При зростаючих доходах із стабільним темпом приросту
$V = \frac{CF}{R}$ де CF – грошовий потік, який генерується внаслідок наявних синергетичних ефектів, за рік; R – ставка капіталізації			$V = \frac{CF_1}{d - g}$ де CF ₁ – грошовий потік за перший прогнозний період; g – умовно-постійний темп приросту грошового потоку
Враховуючі різні моделі побудови ставки рекапіталізації			
Модель Рінга	Модель Інвуда	Модель Хоскальда	
$V = \frac{CF}{d + \frac{D}{t}}$	$V = \frac{CF}{d + \frac{d}{(1+d)^t - 1}}$	$V = \frac{CF}{d + \frac{RF}{(1+RF)^t - 1}}$	
де D – майбутня вартість грошової одиниці, за яку було придбано майно на початку (звичай дорівнює 1); RF – ставка доходності за безризиковими проектами			

Джерело: складено автором на основі [7, с. 194—195].

частина з яких має високу ймовірність успіху, тоді як інша частина є малоймовірною. Розрахунок ймовірності різних сценаріїв — оптимістичного, найбільш ймовірного та песимістичного або через моделювання Монте-Карло — допомагає визначити діапазон можливих результатів укладання угоди M&A [2, 105].

Дохідний підхід до оцінки реалізується двома методами:

- метод дисконтування грошових потоків;
- метод прямої капіталізації доходу.

Метод дисконтування грошових потоків передбачає послідовне приведення до поточної вартості грошових потоків підприємства, отриманих внаслідок синергії, за кожний окремий період. Він застосовується у випадках, коли очікується, що у кожному прогнозному періоді величина чистого грошового потоку буде неоднаковою та за умови наявності достовірних прогнозів щодо величини кожного грошового потоку і розміру ставки дисконтування, що відповідає ризику інвестування в підприємство [5, с. 83].

Ставка дисконтування (d) в такому випадку визначається за моделлю середньозваженої вартості капіталу (weighted average cost of capital — WACC) і розраховується за наступною формулою:

$$d = WACC = k_d(1 - t_c)w_d + k_p w_p + k_s w_s$$

де t_c — ставка податку на прибуток; k_d, k_p, k_s — вартість залучення позикового капіталу та акціонерного капіталу — окремо привілейовані акції та звичайні акції — відповідно; w_d, w_p, w_s — частка позикового капіталу, привілейованих акцій та звичайних акцій у структурі капіталу підприємства відповідно [7, с. 238].

Вартість синергії протягом прогнозного періоду (V_{прогн}) буде розраховуватися за формулою:

$$V_{\text{прогн}} = \sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+d)^i}$$

де CF_i — грошовий потік, отриманий в результаті синергії, в i-му періоді; t — тривалість прогнозного періоду.

Розрахунок величини вартості синергії в постпрогнозний період (V_{постпрогн}) здійснюється за моделлю Гордона за формулою:

$$V_{\text{постпрогн}} = \frac{CF_{t+1}}{d - g}$$

де CF_{t+1} — грошовий потік за перший рік постпрогнозного періоду; d — ставка дисконту; g — довгострокові темпи росту грошового потоку [5, с. 95].

Таблиця 2. Схема розрахунку грошового потоку від синергії

Плюс (мінус)	Приріст (скорочення) виручки від реалізації продукції
Плюс (мінус)	Скорочення (приріст) операційних витрат
Плюс (мінус)	Скорочення (приріст) податкового навантаження
Плюс (мінус)	Вивільнення (залучення додаткового) чистого оборотного капіталу
Плюс (мінус)	Скорочення (приріст) капіталовкладень
Плюс (мінус)	Зменшення (приріст) чистого боргу (враховуючи фінансову синергію)

Джерело: складено автором.

Тоді величина вартості синергії (V) становитиме:

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+d)^i} + \frac{V_{\text{постпрогн}}}{(1+d)^{t+1}}$$

Метод прямої капіталізації застосовується для спрощеного розрахунку вартості синергії у разі, коли прогнозується постійний за величиною або з постійними темпами зростання і рівний у проміжках періоду прогнозування чистий грошовий потік, який отримується невизначено довго. Формули розрахунку вартості синергії даним методом наведені в таблиці 1.

Грошовий потік, викликаний синергією, в даному випадку є різницею між грошовим потоком об'єднаної компанії та грошовими потоками компаній до укладання угоди M&A з урахуванням додаткових витрат на проведення процедури інтеграції. В класичному випадку він розраховується за схемою, наведеною в таблиці 2.

Основним недоліком оцінки синергії методами дохідного підходу є складність прогнозування величини та ймовірності отримання грошового потоку.

Порівняльний підхід полягає в пошуку компаній-аналогів при оцінці бізнесу і схожих угод M&A при аналізі доцільності їх укладання.

Найчастіше в даному випадку використовуються метод цінних мультиплікаторів — коефіцієнтів, які показують співвідношення між ринковою вартістю підприємства або акції і фінансовою базою. Фінансова база мультиплікатора фактично є вимірником, який відображає фінансові результати діяльності, до яких можна віднести прибуток, грошовий потік, дивідендні виплати, виручку від реалізації тощо [5, с. 108].

У більшості випадків для оцінки використовуються такі мультиплікатори як ціна/валові доходи (P/R), ціна/прибуток до оподаткування (P/EВТ), ціна/чистий прибуток (P/E), ціна/грошовий потік (P/CF) [5, с. 108—109].

Вибір компаній та / або угод для порівняння повинен базуватися на схожості таких параметрів: масштаб та умови угоди M&A; галузь діяльності, регіон; вид продукції або послуг; диверсифікація продукції або послуг; стадія життєвого циклу компанії; розміри компаній, стратегії їх діяльності, фінансові характеристики тощо [5, с. 107]. За необхідності до підсумкової оцінки вноситься ряд коригувань, які дозволяють врахувати специфіку окремої угоди M&A.

Недоліком оцінки синергії в межах порівняльного підходу є те, що кожна угода M&A в основному є унікальною і оцінка на основі схожих угод не завжди є обґрунтованою з точки зору реального прогнозування величини синергії.

У окремих випадках ефект синергії оцінюється на основі витратного підходу як зростання вартості майнового комплексу по мірі його комплектування створюваними або придбаними матеріальними і нематеріальними активами до виникнення здатності випускати рентабельну продукцію, яка користується попитом на ринку. Синергетичний ефект в цьому випадку проявляється в нарощуванні вартості активів. Однак даний підхід дозволяє врахувати частково лише одну форму його прояву — операційну синергію. До того ж витратний підхід має обмежене застосування, оскільки не враховує в повній мірі цінність нематеріальних активів, в тому числі і вартість ділової репутації [6, с. 100].

Непряма вигода оцінюється після укладання угоди M&A так:

1. Різниця між вартостями акцій об'єднаної компанії та компаній до укладання даної угоди.
2. Зміна величини мультиплікатора P/E.
3. Приріст рентабельності акціонерного капіталу.

При цьому варто зазначити, що за емпіричними даними синергія від укладання угоди M&A виникає не завжди. Так, компанією McKinsey було досліджено 58 угод M&A в період 1972—1983 рр. з метою аналізу даних, які стосуються двох питань: 1) Чи перевищує дохід на інвестиції вартість залучення капіталу? 2) Чи дозволяє укладання угоди досягти окремих конкурентних переваг на ринку? За результатами досліджень,

28 з 58 угод не пройшли ні той, ні інший тест, а шість програм не пройшли принаймні один тест. У результаті наступного дослідження, що охоплювало 115 злиттів у Великобританії і США в 1990-і роки, McKinsey зробила висновок, що 60% угод забезпечили менший дохід на капітал порівняно з вартістю його залучення і лише 23% угод забезпечили надлишкові доходи. У 1999 році компанія KPMG вивчила 700 найбільш дорогих угод за період 1996—1998 рр. і дійшла висновку, що лише 17% з них створили вартість для об'єднаної фірми, 30% були нейтральними з точки зору вартості і 53% знижували вартість [4, с. 951].

За дослідженнями компанії PWC найбільш поширеними причинами неотримання очікуваного синергетичного ефекту є часові затримки у виконанні планів, переоцінка потенційної синергії та економії на операційних витратах, а також недооцінка витрат на здійснення інтеграції.

ВИСНОВОК

Оцінка синергетичного ефекту, отриманого внаслідок укладання угоди M&A, у формі прямої вигоди здійснюється в переважній більшості методами дохідного підходу. Основною перевагою даної групи методів є те, що вони базуються на оцінці потенціалу генерування додаткових доходів та/або економії витрат внаслідок інтеграції компаній, що з точки зору інвестора (або власника) є ключовим для прийняття рішення про укладання угоди M&A. Рідше величина прямої вигоди оцінюється методами порівняльного підходу, незважаючи на унікальність кожної укладеної на ринку угоди та важкість з огляду на це пошуку аналогів. Методами витратного підходу здійснювати оцінку синергії не доцільно, оскільки він лише частково враховує тільки один її вид — операційну, а також не враховує ринкову вартість нематеріальних активів. Непряма вигода оцінюється як приріст вартості акцій або рентабельності акціонерного капіталу, а також на основі зміни величини мультиплікатора P/E.

Література:

1. Аналіз ринку M&A України [Електронний ресурс] / Центр дослідження корпоративних відносин. — 2014. — Режим доступу: <http://corporativ.info/?/news/3990/>
2. Бишоп Д., Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях / Дэвид Бишоп, Фрэнк Эванс; Пер. с англ. — А. Шматов. — М.: Альпина Паблишер, 2009. — 332 с.
3. Гончарова О.М. Ринок злиттів та поглинань в сучасних умовах / О.М. Гончарова // Теоретичні та прикладні питання економіки. — 2012. — Т. 1. — Вип. 27. — С. 279—286
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. — 5-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 1340 с.
5. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. — 2-е изд. — СПб.: Питер, 2006. — 464 с.
6. Ищенко С.М. Оценка эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию и поглощению компаний / С.М. Ищенко // Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки. — 2008. — Т. 8. — Вып. 2. — С. 98—102.
7. Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: монографія / Т.В. Момот. — Харків: ХНАМГ, 2006. — 380 с.
8. Снежко Е. Впал в кому. Рынок M&A с украинским участием достиг дна и пробудет там до конца 2015 г. / Е. Снежко // Деловая газета "Капитал". — 2014. — № 170 (347). — С. 8.
9. Снежко Е. Украина пока не смогла восстановить рынок M&A до докризисного уровня. Не удается ей догнать и региональных конкурентов — Польшу и Россию / Е. Снежко // Деловая газета "Капитал". — 2014. — № 006 (183). — С. 4.
10. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник / Н.Ф. Чеботарев. — М.: Издательско-торговая корпорация "Дашков и Ко", 2009. — 256 с.
11. How synergies drive successful acquisitions. Identifying, realizing, and tracking synergies in the M&A process [Електронний ресурс] // PWC. — 2010. — Режим доступу: <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/assets/how-synergies-drive-successful-acquisitions.pdf>



Рис. 4. Причини неотримання очікуваної синергії від укладання угоди M&A

Джерело: [11, с. 9].

www.pwc.com/us/en/transaction-services/assets/how-synergies-drive-successful-acquisitions.pdf

12. Kengelbach J., Utzerath D., Kaserer C., Schatt S. Divide and Conquer. How Successful M&A Deals Split the Synergies / J. Kengelbach, D. Utzerath, C. Kaserer, S. Schatt // The Boston Consulting Group. — 2013. — 14 p.

13. Sirower M. The synergy trap: How the companies lose the acquisition game // New York: The Free Press — 2007. — 304 p.

References:

1. Corporate Relations Research Center (2014), "Analysis of M&A market in Ukraine", available at: <http://corporativ.info/?/news/3990/> (Accessed 7 April 2014).
2. Evans, F. and Bishop, D. (2009), Ocenka kompanij pri slijanijah i pogloshhenijah. Sozdanie stoimosti v chastnyh kompanijah [Valuation for M&A. Building value in private companies], Transl. from English, Al'pina Pablisher, Moskow, Russia.
3. Goncharova, O.M. (2012), "M&A market in current conditions", Teoretychni ta prykladni pytannia ekonomiky, vol. 27, no. 1, pp. 279—286.
4. Damodaran, A. (2008), Investicionnaja ocenka: Instrumenty i metody ocenki ljubyh aktivov [Investment valuation: Tools and methods of evaluation of any assets], Transl. from English, 5th ed, Al'pina Biznes Buks, Moskow, Russia.
5. Esipov, V.E. Mahovikova, G.A. and Terehova, V.V. (2006), Ocenka biznesa [Business valuation], 2nd ed, Piter, St. Petersburg, Russia.
6. Ishhenko, S.M. (2008), "Synergy effect evaluation as a tool of selection of perspective M&A deals", Vestnik NGU. Series: Socio-economic sciences, vol. 2, no. 8, pp. 98—102.
7. Momot, T.V. (2006), Vartisno-orientovane korporativne upravlinnia: vid teorii do praktychnoho vprovadzhenia [Value-oriented corporate management: from theory to practical implementation], KhNAMH, Kharkiv, Ukraine.
8. Snezhko, E. (2014), "Fell into a coma. M&A market with Ukrainian participation has reached the bottom and will stay there until the end of 2015", Business newspaper "Kapital", vol. 170 (347), p. 8.
9. Snezhko, E. (2014), "Ukraine has so far failed to reach pre-crisis level on M&A market. She is also unable to catch up with her regional competitors — Poland and Russia", Business newspaper "Kapital", vol. 006 (183), p. 4.
10. Chebotarev, N.F. (2009), Ocenka stoimosti predpriyatija (biznesa) [Valuation of enterprise (business)], Publishing and Trading Corporation "Dashkov i Ko", Moskow, Russia.
11. PricewaterhouseCoopers (2010), "How synergies drive successful acquisitions. Identifying, realizing, and tracking synergies in the M&A process", available at: <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/assets/how-synergies-drive-successful-acquisitions.pdf>
12. Kengelbach, J. Utzerath, D. Kaserer, C. Schatt, S. (2013), "Divide and Conquer. How Successful M&A Deals Split the Synergies", The Boston Consulting Group, New York, United States.
13. Sirower, M. (2007), "The synergy trap: How the companies lose the acquisition game", The Free Press, New York, United States.

Стаття надійшла до редакції 03.02.2015 р.