

УДК 332.012.324

DOI: 10.32342/2074-5362-2018-24-8

В.В. Македон, В.П. Валіков

## СЦЕНАРІЙ УТВОРЕННЯ ВАРТІСНИХ ВИГІД ДЛЯ ПРОМИСЛОВИХ КОРПОРАЦІЙ ПРИ ВИКОРИСТАННІ ОПЕРАЦІЙ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ

Сформовано сценарії можливих вартісних вигід для промислових корпорацій при використанні угод злиттів і поглинань. Визначено напрями утворення синергетичного ефекту на початковій стадії корпоративної інтеграції. Визначено очікувані вигоди від інтеграції як для компанії-покупця, так і компанії-мети з урахуванням ринкового курсу акцій та можливості обміну акціями при інтеграції. Досліджено складові приросту ринкової цінності від інтеграції для її учасників та обґрунтовано методичний підхід входження в корпоративну структуру промисловими компаніями пропорційно своєму вкладу, що дає можливість визначати стартові умови використання угод злиттів і поглинань.

**Ключові слова:** промислова корпорація, злиття та поглинання, ринкова вартість, акції, компанія-мета, компанія-покупець, чиста приведена вартість, синергетичний ефект.

**Постановка проблеми.** У теперішній час в Україні відбувається новий етап управління промисловою корпоративною власністю, завдання якого – зростання ефективності бізнесу, посилення ринкових позицій корпорацій в умовах конкуренції. При цьому угоди злиттів та поглинань використовуються як спосіб швидкого і найбільш відчутного зростання ефективності бізнесу на основі його інтеграції шляхом залучень прямих інвестицій. Це говорить про те, що операції злиття і поглинання можуть розглядатися як спосіб стратегічного управління вартістю промислової корпорації. Однією з основних проблем національного ринку злиттів і поглинань є проблема низької ефективності угод. У більшості випадків кінцевою метою злиттів і поглинань є зростання вартості компанії, проте на практиці це досягається тільки у половині випадків. При цьому в угодах злиттів і поглинань важливо визначати величину як ринкової, так і інвестиційної вартості компанії. Застосування інвестиційної вартості для оцінки вартості компанії в угодах злиттів і поглинань дозволяє оцінити стратегічні вигоди угоди, а також врахувати індивідуальні переваги компанії-покупця.

Саме тому наявність методичного підходу, що дозволяє визначати сценарії розгортання угоди злиття та поглинання, її майбутні вигоди і прибутковість для покупця і продавця, сприятиме підвищенню її ефективності, що обумовлює економічну актуальність дослідження.

**Аналіз останніх досліджень.** Вагомий внесок у дослідження проблематики та емпіричну базу використання угод злиттів та поглинань в середовищі промислових структур зробили такі вчені: В. Берзакова, Дж. Вестон, А. Граф, Д. Далтон, Д. Депафліс, Б. Джонсон, А. Кей, Д. Кінг, Я.В. Кудря, Р. Морк, А. Пінар, Б. Пешеро-Петі, Дж. Сіу, Г. Сміт, Д. Соренсен, К. Ферріс, Л. Ченг-Вен, Ю.І. Чентуков, А. Шлейфер, І.В. Яцкевич.

Але при цьому ми можемо стверджувати, що якість планування та позитивні організаційно-економічні умови при реалізації угод злиттів та поглинань залишаються все ще на низькому рівні, і особливим етапом стає саме планування вартісних вигід від таких угод. Цей напрям потребує вдосконалення і нових методичних підходів щодо організації інтеграційної взаємодії в середовищі промислових корпорацій і підвищення статусу показника очікуваної вартості угоди від злиття або поглинання, як провідного орієнтиру для інвесторів.

**Метою статті** є розробка методичного підходу щодо формування сценаріїв утворення вартісних вигід для компанії-покупця та оцінки інвестиційної вартості компанії-мети в угодах злиттів і поглинань.

**Виклад основного матеріалу.** Нині більшістю власників бізнесу значна увага приділяється стратегічному управлінню компаніями (корпораціями), що пов'язано із зростанням ринкової конкуренції і процесами концентрації капіталу. При цьому одним із факторів зростання ринкової влади для промислових корпорацій стає інтеграція за рахунок злиттів і поглинань, що утворює варіації або сценарії організаційних вигод учасників цих угод [4, с. 230]. Визначимо їх.

1. *Сценарій А.* Skorистаємося правилом чистої приведеної вартості (*NPV*) для аналізу злиттів та поглинань. Для компанії-продавця цей показник буде дорівнювати:

$$NPV_s = \delta \times P_{bs} - P_s + CASH, \quad (1)$$

де  $P_{bs}$  – цінність власного капіталу утворюваної компанії, визначеної за моделлю ДГП (дисконтованих грошових потоків);

$P_s$  – цінність власного капіталу для компанії-мети, визначена за моделлю ДГП;

$CASH$  – грошові кошти, виплачені за компанію-мету;

$\delta$  – частка акцій акціонерів компанії-мети в новій інтеграційній структурі.

$$\delta = \frac{ER_b \times N_s}{N_b + ER_b \times N_s}, \quad (2)$$

де:  $ER_b$  – коефіцієнт обміну акцій компанії-мети на акції покупця при сценарії А, найбільш прийнятному для компанії-покупця;

$N_s$  – кількість акцій компанії-мети (продавця);

$N_b$  – кількість акцій компанії-покупця.

Мінімально можливий коефіцієнт обміну, нижчий через те, що для компанії-мети в угоді  $NPV_s = 0$ , при цьому увесь аномальний дохід забирає покупець.

Можна показати, що:

$$ER_b = ER_k \times F_b; \quad (3)$$

$$ER_k = \frac{N_b \times P_s}{N_s \times P_b} = \frac{P_s / N_s}{P_b / N_b}; \quad (4)$$

$$F_b = \frac{1 - \frac{CASH}{P_s}}{1 + \frac{CASH}{P_b} + \frac{SE}{P_b}}; \quad (5)$$

де:  $P_b$  – цінність компанії-покупця, визначена за моделлю ДГП;

$S_E$  – величина синергетичного ефекту від інтеграції двох компаній.

При такому коефіцієнті увесь приріст ринкової цінності від інтеграції припадатиме на покупця (увесь аномальний дохід забирає компанія-покупець).

Величина  $ER_k$  є відношенням ринкової ціни однієї акції компанії-продавця бізнесу ( $V_s = P_s/N_s$ ), до аналогічної величини ( $V_b = P_b/N_b$ ) компанії-покупця і в певному значенні може бути інтерпретована як деяке початкове, максимальне для цього варіанта оцінки значення коефіцієнта обміну акцій, яке надалі може зменшуватися залежно від величини фактор-функції  $F_b$ , яка, у свою чергу, є залежною від величини синергетичного ефекту в результаті інтеграції компаній  $S_E$ , грошових коштів, виплачених за компанію-мету  $CASH$  і цінностей власного капіталу обох компаній  $P_s$  і  $P_b$  [7].

Так, показник  $ER_k$  є коефіцієнтом обміну акцій при дружньому (stock - swar merger) об'єднанні компаній, коли  $CASH=0$  (тобто немає жодних об'єктів поглинання) і усі інші величини, властиві процесам злиттів і поглинань, входять у вираз для визначення чистої приведенної вартості пропорційно вкладу цієї компанії в об'єднану корпоративну структуру. Так, ціна однієї акції компанії-мети  $V_s$  визначатиметься як множення коефіцієнта обміну  $ER_b$  на ціну однієї акції компанії-покупця  $V_b$ , тобто:

$$V_s = ER_b \times V_b = ER_k \times F_b \times V_b \quad (6)$$

Інакше кажучи, пропорційно зміні фактор-функції і зміні коефіцієнта обміну буде змінюватися і ціна акцій компанії-мети.

Можна стверджувати, що аномальний дохід (enormous earning,  $EE_b$ ), який отримує покупець бізнесу, дорівнюватиме:

$$EE_b = SE - AC \quad (7)$$

де:  $AC$  – приведена вартість додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову корпоративну структуру.

Можна також показати, що незалежно від варіанта розподілу вигод від злиття/поглинання величина  $EE_b$  не змінюється і дорівнюватиме повному доходу, який, у свою чергу, визначається як різниця між надходженнями (величиною синергетичного ефекту  $SE$ ) і витратами (величиною приведенної вартості додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову компанію –  $AC$ ), які приймає на себе компанія-покупець [13].

Крім того, чому грошові кошти, виплачені за об'єкт поглинання  $CASH$  не увійшли до формули (7) як частина відтоків при визначенні аномального доходу. Причина в тому, що ці грошові кошти є витратами для компанії-покупця і їх трансфертом всередині нової корпоративної структури. Більше того, грошові кошти за об'єкт поглинання можуть бути тільки у разі ворожих поглинань, а у разі дружніх об'єднань величина  $CASH=0$ .

Оскільки у фінансово-економічному розумінні більш інформативні не абсолютні величини, такі як  $CASH$ ,  $SE$ ,  $AC$  і  $P_s$ , а їх відносні значення, а саме грошові кошти за об'єкт поглинання, синергетичний ефект і приведена вартість додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову структуру з розрахунку на одиницю вартості компанії-покупця, а також величина, що показує, яку частину від вартості головної компанії складає вартість компанії-мети [3,12]. Так, вираз для фактор-функції сформуємо у вигляді:

$$F_b = \frac{1 - \frac{CASH}{P_s}}{1 + \frac{CASH}{P_b} \times \frac{P_s}{P_b} + \frac{SE}{P_s} \times \frac{P_s}{P_b}}, \quad (8)$$

$$F_b = \frac{1 - CASH_r}{1 + (CASH_r + SE_r)P_{sr}}, \quad (9)$$

де індекс «r» означає, що ця величина узята у відносних одиницях, тобто:

$$CASH_r = \frac{CASH}{P_s}; \quad SE_r = \frac{SE}{P_s}; \quad P_{sr} = \frac{P_s}{P_b} \quad (10)$$

Так, на рис. 1. наочно показано, як змінюється ціна акції промислової компанії. Ця зміна сформована за допомогою сімейства параметричних кривих залежностей фактор-функції  $F_b$  від відносної величини грошових коштів, витрачених за об'єкт поглинання  $CASH_r$ , при цьому параметром виступає відносна величина синергетичного ефекту. Рисунок виконаний для відносної вартості цільовою компанії  $P_{sr} = 0,5$  і чотирьох різних значень синергетичного ефекту: 0,0; 0,1; 0,2; 0,5.

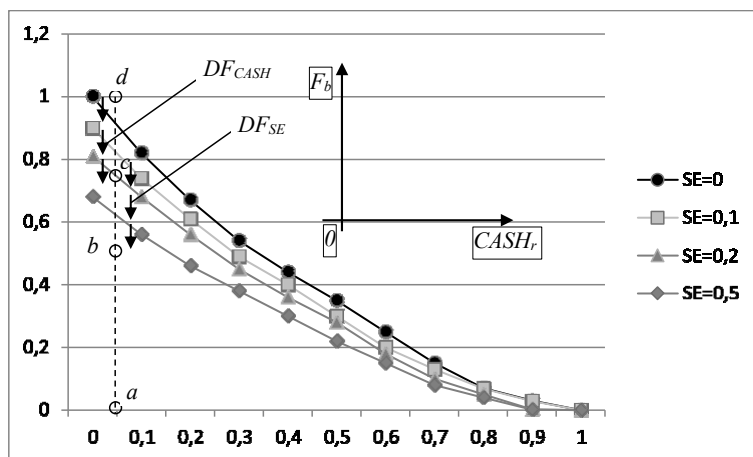


Рис. 1. Залежність ціни акції нової корпоративної структури компаній від фінансових витрат компаній-покупця, виражених через фактор-функцію  $F_b$  для відносної вартості компанії-мети  $P_{sr} = 0,5$  і чотирьох значень синергетичного ефекту  $SE = 0,0, 0,1, 0,2$  і  $0,5$ .

– Зона  $a-b$  пропорційна ціні акції, відповідної значенню фінансових витрат в точці  $a$ .

– Зона  $d-b$ :  $DF_b$  – величина, пропорційна сумарному зменшенню ціни акції як за рахунок грошових коштів за об'єкт поглинання, так і за рахунок синергетичного ефекту.

– Зона  $c-b$ :  $DF_{se}$  – величина, пропорційна зменшенню ціни акції за рахунок синергетичного ефекту.

– Зона  $d-c$ :  $DF_{cash}$  – величина, пропорційна зменшенню ціни акції за рахунок витрат грошових коштів за об'єкт поглинання.

Із збільшенням грошових коштів за об'єкт поглинання дріб в цілому зменшується, оскільки величина  $CASH$  має від'ємний знак в чисельнику і додатний знак у знаменнику. Отже, ціна акції продавця бізнесу є монотонно спадною функцією і, означає коефіцієнт обміну  $ER_b$  обернено пропорційний  $CASH$  для компаній, що об'єднуються, і  $B$  із уже розрахованими і, отже, фіксованими значеннями цінностей власного капіталу  $P_s$  і  $P_b$  і синергетичного ефекту  $S_E$  [6, с. 200–201].

Іншими словами, грошові кошти, виплачені за компанію-мету –  $CASH$ , можуть в певному значенні бути розглянуті як «аванс», виданий компанією-покупцем в початковій стадії процесу злиття, що у підсумку відображається в розрахункових формулах коефіцієнта  $ER$ .

Теоретично максимальне значення грошових коштів за об'єкт поглинання може дорівнювати  $P_s$ . У цьому випадку  $ER=0$ . Дійсно,  $CASH=P_s$  означає, що компанія-мета викуплена повністю і питання про коефіцієнти обміну акцій автоматично відпадає.

Сутність кривих залежностей фактор-функції, а також вищесказаного стає більш зрозумілою, якщо розглянути відрізок ординати, який дорівнює за величиною одиниці (відрізок  $a-d$ , рис. 1) для деякої точки вісі абсцис, –  $a$ , відповідною певному значенню грошових коштів за компанію-мету. Розглядаються дві криві, одна з яких відповідає об'єднанню компаній з нульовим синергетичним ефектом (верхня крива на рис. 1), а як друга крива для визначеності узятя найбільш нижня з величиною  $SE_r = 0.5$ .

Відрізок  $a-d$  складається з трьох частин.

Відрізок  $a-b$  дорівнює величині фактор-функції  $Fb$  в точці  $a$ . Пропорційно цій величині зменшується коефіцієнт обміну і, відповідно, ціна акції цільової структури компаній при заданих значеннях  $CASH_r \neq 0$  і  $SE_r \neq 0$ .

Як видно з рис. 1, фактор-функція зменшується на величину  $DF_b = 1 - F_b$ . З рисунка також видно, що зменшення ціни акції цільової структури компаній відбувається як за рахунок синергетичного ефекту, так і за рахунок грошових коштів, витрачених за об'єкт поглинання, тобто  $DF_b = DF_{cash} + DF_{se}$ , при цьому:

– відрізок  $c-b$  є зменшенням ціни акції тільки за рахунок синергетичного ефекту.

– відрізок  $d-c$  є зменшенням ціни акції тільки за рахунок грошових коштів, витрачених за об'єкт поглинання.

Остаточно фактор-функцію можна подати у вигляді:

$$Fb = 1 - DF_{cash} - DF_{se}. \quad (11)$$

Підставивши цей вираз в (12), отримаємо формулу для розрахунку ціни однієї акції компанії-продавця для цього варіанта поглинання – найбільш прийнятної для компанії-покупця:

$$V_s = ER_k \cdot (1 - DF_{CASH} - DF_{SE}) \times V_b . \quad (12)$$

Ясно, що «втрачені» частки ціни акції залежно від грошових коштів, витрачених за об'єкт поглинання  $LV_{cash}$  і від синергетичного ефекту  $LV_{se}$  можуть бути визначені такими формулами:

$$LV_{CASH} = ER_k \times DF_{CASH} \times V_b , \quad (13)$$

$$LV_{SE} = ER_k \times DF_{SE} \times V_b . \quad (14)$$

Отже, ми бачимо, що питання про те, прийняти або не прийняти грошові кошти від покупця не є простим і чітким для компанії-продавця.

Перш ніж прийняти рішення про грошові кошти за об'єкт поглинання і про саму величину *CASH*, менеджмент компанії-мети має оцінити ймовірність того або іншого результату процесу поглинання, перспективність майбутньої корпоративної структури, термін життя і величину очікуваних майбутніх дивідендів [2; 14].

Що стосується кривих залежностей ціни акції компанії-мети від величини синергетичного ефекту *SE*, то тут інтереси акціонерів компаній-мети і покупця діаметрально протилежні. Як би це не здавалося парадоксальним, але акціонерам компанії-мети більш вигідно отримати невеликі значення синергетичного ефекту, оскільки у них при цьому вийдуть великі значення фактор-функції *Fb*. Проте при уважному розгляді стає зрозуміло, що тут немає жодного парадоксу. Безумовно, усім акціонерам вигідні великі значення синергетичного ефекту. І чим більшою є величина *SE*, тим успішніше працює об'єднана інтеграційна структура компаній і тим вищою стає її вартість. Але це все станеться в майбутньому. Синергетичний ефект – це параметр майбутнього, але зовсім не обов'язково, щоб він виявився саме таким. Більше того, у разі невдалого процесу інтеграції компаній ця величина може виявитися навіть негативною, що говоритиме про те, що об'єднана структура є збитковою.

Хоча синергетичний ефект розраховується в початковій стадії інтеграційної угоди, він є суто параметром майбутнього, коли всі вже будуть акціонерами об'єднаної структури компаній і як члени однієї команди матимуть загальні цілі, спрямовані на підвищення прибутковості і вартості компанії [1, с. 98–99].

Але в початковій стадії процесу інтеграції, акціонери компаній, що об'єднуються, представляють різні «світи» з протилежними цілями і інтересами. Так, менеджери компанії-продавця з метою підвищення значень коефіцієнтів обміну акцій  $ER_b$  прагнуть усіма правдами і неправдами знижувати синергетичний ефект, спрямовувати  $SE \rightarrow 0$ . І це цілком природно, як, втім, природно і те, що завданням менеджерів компанії-покупця стане наведення аргументів на користь високих значень синергетичного ефекту ( $SE \rightarrow max$ ).

Для компанії-мети нульове значення синергетичного ефекту є найвигіднішим для цього варіанта розрахунку коефіцієнтів обміну акцій за сценарієм А.

2. *Сценарій В* – поглинання за найбільш вигідним для компанії-мети варіантом.

Скористаємося правилом чистої приведеної вартості (*NPV*) для аналізу поглинань промислових корпорацій.

Для компанії-покупця цей показник буде дорівнювати:

$$NPV_b = (1 - \delta) \times P_{bs} - P_b - CASH - AC, \quad (15)$$

де:  $P_{bs}$  – цінність власного капіталу для компанії що утворюється, визначена за моделлю ДГП;

$P_b$  – цінність власного капіталу компанії-покупця, визначена за моделлю ДГП;

*CASH* – грошові кошти, виплачені за об'єкт поглинання;

$\delta$  – частка акцій акціонерів компанії-мети в новій корпоративній структурі;

*AC* – приведена вартість додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову структуру, які приймає на себе компанія-покупець.

Максимально можливий коефіцієнт обміну, за якого об'єднання компаній з економічної точки зору втрачає будь-яке значення для компанії-покупця, виходить при  $NPV_b = 0$ . У цьому випадку весь аномальний дохід забирає компанія-продавець [5, с. 320].

Так само, як і в попередньому варіанті можна показати, що:

$$ER_s = ER_k \times F_s \quad (16)$$

де:

$$F_s = \frac{1 + \frac{SE}{P_s} - \frac{CASH + AC}{P_s}}{1 - \frac{CASH + AC}{P_b}} \quad (17)$$

Тут усі величини і позначення аналогічні прийнятим раніше, в першому варіанті оцінки (сценарій А), і  $ER_k$  означає початкове, але тепер уже мінімальне для цього варіанта поглинання значення коефіцієнта обміну акцій, яке надалі може збільшуватися залежно від синергетичного ефекту, грошових коштів, виплачених за об'єкт поглинання, приведеної вартості додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову корпоративну структуру і цінностей власного капіталу обох компаній, визначених за допомогою моделі ДГП [8; 9].

Як і в розглянутому вище сценарії А, фактор-функцію  $F_s$  зручніше подавати у відносних одиницях:

$$F_s = \frac{1 + \frac{SE}{P_s} - \frac{CASH + AC}{P_s}}{1 - \frac{CASH + AC}{P_s} \times \frac{P_s}{P_b}}; \quad (18)$$



або:

$$F_s = \frac{1 + SE_r - (CASH_r + AC_r)}{1 + (CASH_r + AC_r)P_{sr}} \quad (19)$$

Аналогічно аналізу, проведеному для варіанта А, проаналізуємо в термінах ціни акції нової корпоративної структури. Так, зона ординати  $a-d$  (рис. 2.), побудованої для деякої точки осі абсцис, відповідної певному значенню витрат  $(CASH_r + AC_r)$ . Точка  $b$  лежить на кривій  $SE=0$ , точка  $d$  з  $SE=0.5$ , а точка  $c$  відповідає величині коефіцієнта обміну  $ER_s = ER_k$  ( $F_s = 1$ ).

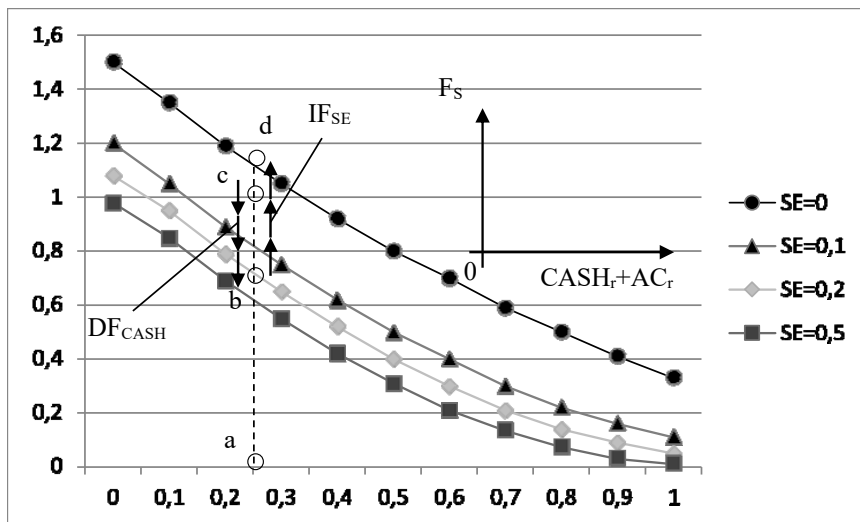


Рис. 2. Залежність ціни акції нової корпоративної структури компаній від фінансових витрат покупця бізнесу за варіантом поглинання, найбільш вигідним для продавця бізнесу при відносній вартості компанії-мети  $P_{sr} = 0.5$ , і чотирьох значень синергетичного ефекту  $SE = 0.0, 0.1, 0.2$  і  $0.5$ .

На рис. 2. визначені положення наведені у вигляді сімейства параметричних кривих, графік залежностей ціни акції інтеграційної структури компаній від фінансових витрат компанії-покупця, виражених через залежності фактор-функції  $F_s$  від відносної величини грошових коштів за об'єкт поглинання і витрат, здійснених компанією-покупцем –  $(CASH_r + AC_r)$ , де параметром функції виступає відносна величина синергетичного ефекту  $SE_r$ . Рис. 2. відповідає відносній вартості компанії-мети  $P_{sr} = 0.5$ .

– Зона  $a-b$ : пропорційна ціні акції, відповідної значенню фінансових витрат в точці  $a$ .

– Зона  $c-b$ :  $DF_{cash}$  – зменшення ціни акції за рахунок грошових коштів, виплачених за об'єкт поглинання.

– Зона  $b-d$ :  $IF_{se}$  – збільшення ціни акції за рахунок синергетичного ефекту.

– Зона  $c-d$ : різниця  $IF_{sr} - DF_{cash}$  визначає величину вигод або втрат компанії-покупця за рахунок варіювання ціни акцій нової корпоративної структури.



Ми бачимо, що ціна акції є монотонно спадною функцією від сумарної величини усіх фінансових витрат компанії-покупця, проте, на відміну від попереднього варіанта, вона є монотонно зростаючою функцією від величини синергетичного ефекту. У результаті виходить, що в сценарії *B*, коли весь аномальний доход  $EE_s = SE - AC$  забирає компанія-мета, і компанії змінюють ролі в моделі корпоративізації. Тепер уже менеджмент компанії-мети з метою збільшення ціни акцій і, природно, прагнучи до переходу на вищі криві  $F_s$ , намагається обґрунтувати великі значення очікуваного синергетичного ефекту ( $SE \rightarrow max$ ) [11]. Їм також вигідно, щоб розрахункове значення додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову структуру було якомога меншим, і, навпаки, менеджменту компанії-покупця стають вигідними мінімальні розрахункові (але, звичайно, нереальні) значення синергетичного ефекту і максимальні розрахункові значення фінансових витрат.

У результаті виходить, що якщо при найбільш прийнятному для компанії-покупця варіанті *A* компанія-продавець втрачає як із збільшенням грошових коштів за об'єкт поглинання, так і з збільшенням синергетичного ефекту, то при варіанті *B* – найбільш прийнятному для компанії-продавця – він втрачає тільки із збільшенням грошових коштів за об'єкт поглинання і набуває із зростанням синергетичного ефекту [10, с. 192].

При цьому, якщо вираження для визначення втрат в ціні акції –  $LV_{cash}$  за рахунок грошових коштів за об'єкт поглинання (13) залишається незмінним, то вираження для оцінки придбань –  $AV_{se}$  за рахунок синергетичного ефекту матиме такий вигляд:

$$AV_{SE} = ER_k \times IF_{se} \times V_b. \quad (20)$$

Тому формула для визначення фактор-функції матиме такий вигляд:

$$Fs = 1 - DF_{cash} + AC + IF_{se} \quad (21)$$

А ціна однієї акції буде дорівнювати:

$$Vs = ER_k \times (1 - DF_{cash} + AC + IF_{se}) \times V_b \quad (22)$$

Визначимо, чи має місце в реальних умовах господарювання такий економічно не вигідний для компанії-покупця сценарій. На перший погляд – нереальний. Але з іншого боку, малопривабливий для компанії-покупця варіант поглинання за певних умов може виявитися цілком реальним. По-перше, якщо компанія-мета економічно слабка, тобто  $P_s \ll P_b$ , то і всі витрати ( $AC$  і  $CASH$ ) будуть малочутливими для великої компанії-покупця, тоді як реальна величина синергетичного ефекту може бути значною [12]. І, по-друге, компанія-покупець може піти на свідомо не вигідний і збитковий варіант поглинання як на вимушену угоду в тактичному плані, що стане трампліном для важливіших і потрібних в майбутньому стратегічному плані інвестиційних проєктів.

3. *Сценарій С* – злиття/поглинання із справедливим розподілом вигід між учасниками.

Справедливий розподіл вигід від злиття або поглинання в середовищі промислових корпорацій настає, якщо:

$$\frac{NPV_s}{NPV_b} = \frac{\delta}{1 - \delta} \quad (23)$$

Підставивши в це рівняння формули (11) і (15) для  $NPV_s$  і  $NPV_b$  відповідно, і формулу (12) для  $\delta$  і, здійснивши перетворення, отримаємо:

$$ER_j = ER_k \times F_j \quad (24)$$

де:

$$ER_k = \frac{N_b \times P_s}{N_s \times P_b} = \frac{P_s / N_s}{P_b / N_b}; \quad (25)$$

$$F_j = \frac{1 - \frac{CASH}{P_s}}{1 + \frac{CASH}{P_b} \times \frac{AC}{P_b}} \quad (26)$$

Це справедливий розподіл вигід від злиття/поглинання, при якому частка кожного учасника пропорційна ефекту, який він отримує. У термінах відносних одиниць вираження для фактор-функції  $F_j$  набуде вигляду:

$$F_j = \frac{1 - \frac{CASH}{P_s}}{1 + \frac{CASH}{P_s} \times \frac{P_s}{P_b} + \frac{AC}{P_s} \times \frac{P_s}{P_b}}, \quad (27)$$

або:

$$F_j = \frac{1 - CASH_r}{1 + (CASH_r + AC_r) \times P_{sr}}; \quad (28)$$

При уважному аналізі ми можемо переконатися в тому, що,  $F_j$  і  $F_b$  визначаються одним і тим же вираженням, тільки замість синергетичного ефекту  $SE$  для фактор-функції  $F_b$ , для функції  $F_j$  виступає величина додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову інтеграційну структуру компаній  $AT$ . Тому сімейство параметричних кривих  $F_j$  (рис. 3) повторює аналогічне для  $F_b$ .

– Зона *a-b*: пропорційна ціні акції при витратах, відповідних точці *a*.

– Зона *d-b*:  $DF_j$  – пропорційна сумарному зменшенню ціни акції як за рахунок грошових коштів, випланих за об'єкт поглинання, так і за рахунок витрат на інвестиції.

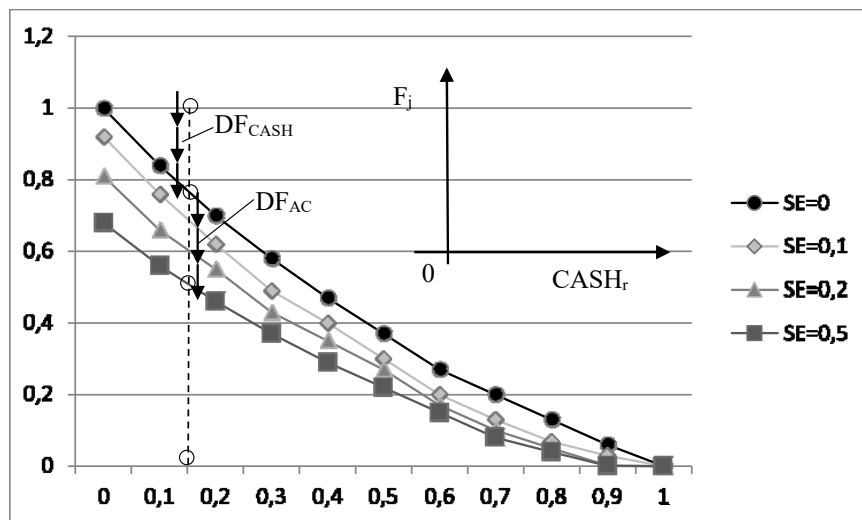


Рис. 3 Залежність ціни акції інтеграційної структури компаній від фінансових витрат підприємця-покупця при справедливому розподілі вигод від поглинання, для відносної вартості інтеграційної структури компаній  $Psr = 0.5$  і чотирьох значень додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову інтеграційну структуру  $AC = 0.0, 0.1, 0.2$  і  $0.5$ .

З рис. 3 видно, що ціна акції монотонно спадає залежно від будь-яких витрат і грошових коштів за об'єкт поглинання, і додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову структуру, які несе компанія-покупець. Усі міркування відносно коефіцієнта обміну акцій, зроблені вище для сценарію *A*, можуть бути застосовані і для сценарію *B* з одним лише виключенням – скрізь замість синергетичного ефекту  $SE$  необхідно використовувати витрати  $AC$ . Так, покупцеві для зменшення ціни акції інтеграційної структури вигідно в розрахункових формулах використовувати великі значення додаткових витрат із злиття і інвестицій в нову структуру, тоді як найбільш прийнятним у цьому випадку для компанії-мети стає роль інвестиційних витрат, яка дорівнює нулю.

У цьому випадку вираження для визначення ціни однієї акції, втрачених частин ціни акції через витрачені кошти за об'єкт поглинання  $LV_{cash}$  і додаткових коштів із злиття і інвестицій в нову інтеграційну структуру  $LV_{ac}$  аналогічні виразам для варіанта *A* (формули 22–24 відповідно), тільки величину  $SE$  потрібно замінити на  $AC$ .

Справедливість розподілу вигод від поглинання виражається в тому, що кожна з компаній отримує частину від усього доходу об'єднаної корпоративної структури ( $WE$ ) пропорційно своєму вкладу, а саме:

– дохід компанії-мети дорівнюватиме:

$$EE_s = \delta \times (SE - AC), \quad (29)$$

– а дохід компанії-покупця складе:

$$EE_b = (1 - \delta) \times (SE - AC) \quad (30)$$

Можна показати, що:

$$EE_s = \frac{P_s - CASH}{P_s + P_b + AC} \times (SE - AC) \quad (31)$$

$$EE_b = \frac{P_s + AC + CASH}{P_s + P_b + AC} \times (SE - AC) \quad (32)$$

Отже, чітко визначено параметри залежності ціни акцій нової корпоративної структури від певних дій і стартових умов інтеграційної угоди як для компанії-покупця, так і компанії-мети з метою справедливого розподілу вигід від угод злиття або поглинання.

**Висновки.** Було розроблено сценарії утворення вартісних вигід для промислових корпорацій від реалізації угод злиттів і поглинань. Так, сценарій *A* визначає синергетичний ефект в початковій стадії інтеграції, він є суто параметром майбутнього, коли усі вже будуть акціонерами об'єднаної структури компаній і як члени однієї команди матимуть загальні цілі, спрямовані на підвищення прибутковості і вартості компанії. Увесь приріст ринкової цінності від корпоративної інтеграції стає «власністю» компанії-покупця.

Сценарій *B* злиття/поглинання за найбільш вигідним для компанії-мети варіантом, коли формується максимально можливий коефіцієнт обміну, при якому об'єднання компаній з економічної точки зору втрачає будь-яке значення для компанії-покупця. У цьому випадку весь аномальний доход забирає компанія-продавець.

Сценарій *C*, за якого відбувається справедливий розподіл вигод між учасниками угоди злиття/поглинання. Справедливість розподілу вигод від поглинання виражається в тому, що кожна компанія отримує частину від усього доходу об'єднаної корпоративної структури пропорційно своєму вкладу.

Такі сценарії чітко визначають параметри залежності ціни акцій інтеграційної структури компаній від певних дій і стартових умов інтеграційної угоди як для компанії-покупця, так і для компанії-мети.

### *Список використаних джерел*

1. Кудря Я.В. Розвиток корпорацій: засади, тенденції, інструментарій: монографія / Я.В. Кудря [наук. ред. д-р екон. наук, проф. С.О. Іщук]; ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М.І. Долишнього НАН України». – Львів, 2015. – 188 с.
2. Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро-Пети. – М.: Вильямс, 2003. – 255 с.
3. Чентуков Ю.І. Стратегічна інтеграція компаній як нова парадигма організаційного розвитку промислових комплексів / Ю.І. Чентуков // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія: Економічні науки. – 2011. – № 5. – С. 119–123.

4. Яцкевич І.В. Інтеграція як шлях підвищення ефективності компаній / І.В. Яцкевич // Університетські наукові записки. – 2013. – № 2. – С. 228–232.
5. Berzakova V. Modification of EVA in Value Based Management / V. Berzakova, V. Bartosova, E. Kicova // *Procedia Economics and Finance*. – 2015. – №26. – Pp. 317–324.
6. Cheng-Wen L. The Assessment for Performance of M&As Using DEA/ MPI Approach with BSC Indicators / L. Cheng-Wen // *Asia Pacific Management Review*. – 2014. – №19 (2). – Pp. 187–205.
7. DePamphilis D. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions / D. DePamphilis. – N.Y.: Academic Press, 2009. – 800 p.
8. Graaf A. Synergies in mergers and acquisitions: A critical review and synthesis of the leading valuation practices / A. Graaf, A. Pienaar // *SA Journal of Accounting Research*. – 2013. – Vol. 27. – No. 1. – Pp.143–180.
9. Keay A. The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance / A. Keay. – UK: Routledge, Taylor & Francis Group Ltd., 2012. – 304 p.
10. King D.R. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators / D.R. King, D.R. Dalton, C. M. Daily, J.G. Covin // *Strategic Management Journal*. – 25(2). – 2004. – Pp. 187–200.
11. Morck R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis / R. Morck, A. Schleifer, R. Vishney // *Journal of Financial Economics*. – 2006. – № 20. – Pp. 293–315.
12. Smit H. Strategic Planning: Valuing and Managing Portfolios of Real Options / H. Smit, L. Trigeorgis // *R&D Management*. – 2006. – 36(4). – Pp. 403–419.
13. Sorensen Donald E. Characteristics of Merging Firms / Donald E. Sorensen // *Journal of Economics and Business*. – 2008. – № 52. – Pp. 423–433.
14. Weston J.F. Takeovers, restructuring, and corporate governance. 3 rd ed. / J.F. Weston, J.A. Siu, B.A. Johnson. – Upper Sadie River, NJ: Prentice-Hall, 2001. – 689 p.

### References

1. Kudrya Y.V. (2015). *Razvitiye korporatsiy: osnovy, tendentsii, instrumentariy*: monografiya [Development of corporations: foundations, trends, tools: monograph]. Lviv, State Enterprise “Institute of Regional Studies named by M.I. Dolishnyy NAS of Ukraine”, 188 p.
2. Ferris K., Peschero-Petit B. (2003). *Otsenka stoimosti kompanii: kak izbezhat' oshibok pri priobretenii* [Estimation of the value of the company: how to avoid mistakes in the acquisition]. Moscow, Williams Publ., 255 p.
3. Chentukov Y.I. (2011). *Strategicheskaya integratsiya kompaniy kak novaya paradigma organizatsionnogo razvitiya promyshlennykh kompleksov* [Strategic integration of companies as a new paradigm of organizational development of industrial complexes] *Nauchnyy vestnik Poltavskogo universiteta ekonomiki i tovgovli. Seriya: Ekonomicheskkiye nauki* [Scientific Bulletin of the Poltava University of Economics and Trade. Series: Economic Sciences]. no. 5, pp. 119-123.

4. Yatskevich I.V. (2013). *Íntegratsiya yak shlyakh pidvishchennya yefektivnosti kompaniy* [Integration as a way to increase the efficiency of companies], *Univertsitets'ki naukovi zapiski* [University scientific notes]. No. 2, pp. 228-232.
5. Berzakova V., Bartosova, E. Kicova (2015). Modification of EVA in Value Based Management. *Procedia Economics and Finance*. No. 26, pp. 317-324.
6. Cheng-Wen L. (2014). The Assessment for Performance of M&As Using DEA/MPI Approach with BSC Indicators. *Asia Pacific Management Review*. No 19 (2), pp. 187-205.
7. DePamphilis D. (2009). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. New York, Academic Press, 800 p.
8. Graaf A., Pienaar A. (2013). Synergies in mergers and acquisitions: A critical review and synthesis of the leading valuation practices. *SA Journal of Accounting Research*. Vol. 27, no. 1, pp.143-180.
9. Keay A. (2012). *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*. UK, Routledge, Taylor & Francis Group Ltd., 304 p.
10. King D.R., Dalton D.R., Daily C.M., Covin J.G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, no. 25(2), pp. 187-200.
11. Morck R., Schleifer A., Vishney R. (2006). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economic*, no. 20, pp. 293-315.
12. Smit H., Trigeorgis L. (2006). Strategic Planning: Valuing and Managing Portfolios of Real Options. *R&D Management*, no 36(4), pp. 403-419.
13. Sorensen Donald E. (2008). Characteristics of Merging Firms. *Journal of Economics and Busines*, no. 52, pp. 423-33.
14. Weston J.F., Siu J.A., Johnson B.A. (2001). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Upper Sadie River, NJ: Prentice-Hall, 689 p.

Сформированы сценарии возможных стоимостных выгод для промышленных корпораций при использовании соглашений слияний и поглощений. Определены направления образования синергического эффекта на начальной стадии корпоративной интеграции. Определены ожидаемые выгоды от интеграции как для компании-покупателя, так и для компании-цели с учетом рыночного курса акций и возможности обмена акциями при интеграции. Исследованы составляющие прироста рыночной ценности от интеграции для ее участников и обоснован методический подход входа в корпоративную структуру промышленными компаниями пропорционально своему вкладу, который дает возможность определять стартовые условия использования соглашений слияний и поглощений.

**Ключевые слова:** промышленная корпорация, слияние и поглощение, рыночная стоимость, акции, компания-цель, компания-покупатель, чистая приведенная стоимость, синергический эффект.

Scenarios of possible cost benefits for industrial corporations using M&A agreements have been formed. The directions for the formation of a synergistic effect at the initial stage of corporate integration have been determined. The expected benefits of integration are defined

both for the company-buyer and the company-target, taking into account the market share price and the possibility of share exchange during integration. The components of the increase in the market value of integration for its participants are investigated and the methodical approach to entry into the corporate structure by industrial companies is substantiated in proportion to their contribution, which makes it possible to determine the starting conditions for the use of merger and acquisition agreements.

**Key words:** *industrial corporation, mergers and acquisitions, market value, shares, company-target, company-buyer, net present value, synergetic effect.*

*Одержано 7.02.2018.*