МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

ГОНЧАРЕНКО ОЛЬГА ЕДВАРДІВНА

УДК 658.168.5:005.591.452]:336

ДИСЕРТАЦІЯ

ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ ПРОЦЕСУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ

Спеціальність 072 - Фінанси, банківська справа та страхування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело _____ Гончаренко О.Е.

Науковий керівник: Терещенко Олег Олександрович, доктор економічних наук, професор

КИЇВ 2024

АНОТАЦІЯ

Гончаренко О.Е. Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». – Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ, 2024.

У дисертаційній роботі розкрито теоретичні та методичні положення, розроблено практичні рекомендації і сформульовано відповідні висновки, що спрямовані на використання інструментів фінансового контролінгу для забезпечення підвищення ефективності транзакцій злиття та поглинання.

Проаналізовано підходи до розуміння поняття «злиття та поглинання компаній» розглянуто та систематизовано взаємозв'язки між ними.

Досліджено напрацювання науковців щодо розуміння етапів процесу злиття та поглинання, сформульовано сильні та слабків сторони підходів, запропоновано власний підхід до систематизації складових процесу, який включає одинадцять елементів, враховує фактор часу та може сприяти покращенню розуміння процесу потенційними учасниками угоди. Також, сформовано деталізований перелік завдань, які стоять на кожному з етапів.

Здійснено дослідження, з використанням онлайн-опитування (CAWI – Computer Assisted Web Interviewing), впливу біхевіористичних факторів на процес прийняття управлінських рішень щодо злиття та поглинання компаній. Виявлено високий рівень залежності прийнятих рішень від суб'єктивних факторів, а також високу частоту невідповідності прийнятих рішень рекомендаціям аналітиків та консультантів. Неврахування впливу когнітивних упереджень під час прийняття рішень призводить до зниження ефективності відповідних фінансових операцій.

Досліджено та визначено напрямки підвищення успішності угод злиття та поглинання: координація процесу злиття та поглинання; інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод M&A; оцінювання ризиків, контроль та моніторинг процесу здійсненної угоди.

Запропоновано Концепт фінансового контролінгу, використання якого на підприємствах забезпечить координацію процесу, інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод злиття та поглинання, оцінювання ризиків, розрахунок синергій, контроль та моніторинг результатів здійсненної угоди. Сформульовано ключові завдання та інструменти, які можуть застосовуватися в розрізі кожного з елементів Концепту. Обгрунтовано використання екосистемного підходу в рамках Концепту фінансового контролінгу злиття та поглинання компаній.

Проведено стратегічний, фінансовий та екосистемний аналіз діяльності підприємства ТОВ СП «Нібулон». На основі проведеного аналізу визначено конкурентні переваги ТОВ СП «Нібулон», його поточні потреби, виклики та стратегічні орієнтири. До екосистеми включено наступні елементи: персонал, покупці, постачальники, власники землі, державні органи, кредитори, громади, ЗМІ, партнери, конкуренти, освітні та наукові установи, навколишнє середовище. Ідентифіковано ризики, що можуть генеруватися кожним з елементів екосистеми та при їх реалізації здатні призвести до погіршення фінансового стану компанії. Ідентифіковано ризики характерні для елементів екосистеми у періоди відносної геополітичної стабільності та у військовий час.

На основі проведеного дослідження визначено напрям посилення стратегічних та операційних позицій компанії – купівля суднобудівного заводу з потужностями для перевалки в місті Ізмаїл. Реалізація даної угоди має ряд важливих стратегічних переваг. Проведено стратегічний, фінансовий та екосистемний аналіз ПрАТ «ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ» та підтверджено стратегічну привабливість підприємства для ТОВ СП “Нібулон”.

Проаналізовано підходи до визначення терміну «дью ділідженс». Виявлено, що в науковій літературі переважно прийнято ототожнювати поняття «фінансового дью ділідженсу» та «аудиту». Охарактеризовано відмінності між поняттями «аудит» та «фінансовий дью ділідженс».

Виявлено, що в наявній науковій літературі в сфері фінансового дью ділідженсу недостатньої уваги приділено класифікації та структуризації коригувань ключових фінансових показників у рамках фінансового дью ділідженсу. Нами запропоновано

потенційні коригування до трьох показників EBITDA, Чистий борг, Чистий робочий капітал та розраховано скориговані показники для окремих українських аграрних компаній на основі доступної публічної інформації.

На основі дослідження впливу підходу до фінансування та оплати транзакцій, обгрунтовано та структуровано ключові критерії, які впливають на обрання методу фінансування та інструменту оплати на транзакції, сформовано структурно-логічну схему вибору інструменту фінансування транзакції.

Досліджено та структуровано наявні результати наукових досліджень, що визначають взаємозв'язок між рейтингами ESG та вартістю компаній.

Виявлено за допомогою кореляційно-регресійного методу статистично незначний ефект впливу геополітичних ризиків на інвестиційні рішення щодо M&A. Запропоновано включення геополітичного фактору в систему показників ESG задля підвищення уваги інвесторів до даної групи ризиків.

Задля підвищення об'єктивності та зниження рівня суб'єктивності в процесі прийняття рішень, нами запропоновано використання нечіткого когнітивного моделювання задля покращення процесу прийняття рішень.

Запропоновано використання збалансованої системи показників для моніторингу та контролю результатів транзакцій злиття та поглинання. Побудовано приклад збалансованої системи показників, яка може використовуватися при моніторингу результатів потенційної угоди між ТОВ СП «Нібулон» та ПрАТ «ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ».

Ключові слова: контролінг, корпоративні фінанси, злиття та поглинання, дью діліджeнс, фінансування, інформаційні потоки, фінансовий стан, операційний аналіз, ESG, кредитний рейтинг, інвестиції, інструменти, управління, ринок капіталу, акції.

ANNOTATION

Honcharenko O.E. Financial Controlling of the Mergers and Acquisitions Process. – Qualification Scientific Work in the Form of a Manuscript.

Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy in the Specialty 072 "Finance, Banking and Insurance". – Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, 2024.

The dissertation reveals theoretical and methodological principles, develops practical recommendations, and formulates relevant conclusions aimed at utilizing financial controlling tools to ensure the improvement of the efficiency of mergers and acquisitions transactions.

The approaches to understanding the concept of "mergers and acquisitions of companies" have been analysed, and the interrelationships between them have been examined and systematised. The work of researchers on understanding the stages of the merger and acquisition process has been studied, highlighting the strengths and weaknesses of these approaches. A new approach to the systematisation of the process components, which includes eleven elements, takes into account the time factor, and can improve potential participants' understanding of the process, is proposed. Additionally, a detailed list of tasks for each stage has been formulated.

A study using online surveys (CAWI - Computer Assisted Web Interviewing) was conducted to investigate the impact of behavioral factors on managerial decision-making in mergers and acquisitions. A high level of dependency on subjective factors in decision-making was identified, as well as a high frequency of decisions that did not align with analysts' and consultants' recommendations. Ignoring the influence of cognitive biases during decision-making leads to reduced effectiveness of the corresponding financial transactions.

The directions for increasing the success of merger and acquisition deals have been researched and identified: coordination of the merger and acquisition process; information and methodological support for M&A decisions; risk assessment, control, and monitoring of the completed deal process.

A Concept of Financial Controlling has been proposed, the use of which in enterprises will ensure the coordination of the process, provide informational and methodological support for decisions regarding mergers and acquisitions, assess risks, calculate synergies, and control and monitor the results of the completed transaction. The key tasks and tools that can be applied for each element of the Concept have been formulated. The use of an ecosystem approach within the Concept of Financial Controlling for mergers and acquisitions has been substantiated.

A strategic, financial, and ecosystem analysis of the activities of the enterprise LLC "Nibulon" was conducted. Based on the analysis, the competitive advantages of LLC "Nibulon," its current needs, challenges, and strategic orientations were identified. The ecosystem includes the following elements: personnel, customers, suppliers, landowners, government agencies, creditors, communities, media, partners, competitors, educational and scientific institutions, and the environment. Risks that can be generated by each element of the ecosystem and, upon their realisation, may lead to the deterioration of the company's financial condition have been identified. Risks characteristic of the ecosystem elements during periods of relative geopolitical stability and wartime have been identified.

Based on the research, a direction for strengthening the strategic and operational positions of the company has been identified - the purchase of a shipbuilding plant with transshipment capacities in the city of Izmail. The implementation of this deal has several important strategic advantages. A strategic, financial, and ecosystem analysis of PJSC "DUNAISUDOREMONT" was conducted, confirming the strategic attractiveness of the enterprise for LLC "Nibulon."

Approaches to defining the term "due diligence" have been analysed. It has been found that in scientific literature, the concepts of "financial due diligence" and "audit" are often equated. The differences between the concepts of "audit" and "financial due diligence" have been characterised.

It has been found that existing scientific literature in the field of financial due diligence pays insufficient attention to the classification and structuring of adjustments to key financial indicators within the framework of financial due diligence. We have proposed potential adjustments to three indicators: EBITDA, Net Debt/Net Cash, and Net Working

Capital, and calculated adjusted indicators for specific Ukrainian agricultural companies based on available public information.

Based on the research on the impact of the approach to financing and transaction payment, key criteria influencing the choice of financing method and payment instrument for transactions have been substantiated and structured. A structural-logical scheme for selecting the financing instrument for a transaction has been developed.

Existing scientific research results that determine the relationship between ESG ratings and company value have been investigated and structured. Using the correlation-regression method, a statistically insignificant effect of geopolitical risks on M&A investment decisions was identified. The inclusion of the geopolitical factor in the ESG indicator system has been proposed to increase investor attention to this group of risks.

To enhance objectivity and reduce the level of subjectivity in the decision-making process, we have proposed the use of fuzzy cognitive modeling to improve the decision-making process.

The use of a balanced scorecard system for monitoring and controlling the results of mergers and acquisitions transactions has been proposed. An example of a balanced scorecard system that can be used to monitor the results of the potential deal between LLC JV "Nibulon" and PJSC "DUNAISUDOREMONT" has been developed.

Keywords: controlling, corporate finance, mergers and acquisitions, due diligence, financing, information flows, financial condition, operational analysis, ESG, credit rating, investments, instruments, management, capital market, stocks.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях України

1. Honcharenko I., Honcharenko O. Features Of the Processes Of Mergers And Acquisitions In The Agro-Industrial Sector Of Ukraine's Economy. *Modern Economics*. 2023. №38, С. 34-40.(0,44 д.а.; власний внесок автора 0,22 д.а.). *Особистий внесок здобувача: автором виявлено та оцінено основні особливості процесів злиття та поглинання в агропромисловому секторі економіки України у 2018-2020 роках*.
2. Терещенко О., Гончаренко О. Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній в умовах геополітичних ризиків. *Фінанси України* 2024.№3, С. 75-94. (1,25 д.а.; власний внесок автора 0,63 д.а.). *Особистий внесок здобувача: автором проведено аналіз підходів до виділення етапів процесу злиття та поглинання, запропоновано власний підхід; проведено дослідження впливу суб'єктивних факторів на процес прийняття інвестиційних рішень компаніями;проаналізовано ринок злиттів та поглинань на глобальному та локальному рівнях; підібрано фактори, що мають вплив на динаміку ринку злиття та поглиання компаній; проведено роботу по формулюванню елементів, завдань та підбору інструментів для Концепції фінансового контролінгу злиття та поглинання*.
3. Гончаренко О. Financial due diligence in mergers and acquisitions transactions. *Інноваційна економіка*. 2024. №1, С. 103-111. (0,56 д.а.).

У періодичних наукових виданнях інших держав, у тому числі проіндексованих у базах даних Scopus

4. Гончаренко І., Гончаренко О. Influence of the M&A of Agricultural Companies on the Development of the Rural Areas. *Economic Affairs*. 2023. №68, С. 765-771 (Scopus) (0,44 д.а.; власний внесок автора 0,22 д.а.). *Особистий внесок здобувача:* а*втором проведено характеристику ринку M&A в контексті найвпливовіших секторів економіки країни, підкреслено роль і місце аграрного сектора. Проведено порівняльну характеристику окремих аграрних компаній, які були учасниками угод M&A за 2020–2022 роки*.

Інші

5. Honcharenko O. Cross influence of the M&A and sustainability concept. *Sustainable Development: Modern Theories and Best Practices*. Materials of the Monthly International Scientific and Practical Conference (c. Tallin, 25-26 March 2021). Tallin: Teadmus OÜ, 2021. C.5-7. (0,34 д.а).
6. Honcharenko O. Approaches to the M&A transactions' effectiveness evaluation. *Ştiinţă, educaţie, cultură*.: зб. наук. праць міжнар. наук.-практ. конф. (м. Комрат, 11 лютого 2022 року). Молдова: Комратський державний університет, 2022. С. 45-48. (0,19 д.а).
7. Гончаренко О. Геополітичний ризик як активний фактор інвестиційного процесу. *Економіка і менеджмент 2024: перспективи інтеграції та інноваційного розвитку*: зб. наук. праць міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 4–5 квітня 2024 року). Дніпро: Дніпровського національного університету імені Олеся Гончара, 2024. С. 17-21. (0,31 д.а).
8. Гончаренко О.Е.. Суб'єктивні чинники формування інвестиційних рішень у M&A. *Економіка, фінанси, банківська справа та освіта: актуальні питання розвитку, досягнення та інновації* : матеріали IX Міжнар. наук.-практ. конф.,(м. Одеса, 4-5 квітня 2024 року). Одеса : ОНЕУ, 2024. С. 164-166. (0,19 д.а).
9. Гончаренко О. Теоретичні аспекти процесу злиття та поглинання компаній. *Забезпечення сталого розвитку фінансової системи України в умо вах глобалізації*: зб. матеріалів IV Всеукраїнської наук.-практ. інтернет-конференції (м. Кам'янець-Подільський 12 квітня 2024 року). Кам'янець-Подільський: Подільський державний університет, 2024. С. 47-50. (0,25 д.а).
10. Гончаренко О. Екосистемний підхід до аналізу транзакцій злиття та поглинання. *Сучасні гроші, банківські послуги та фінансові інновації в умовах інтеграції України в ЄС*: матеріали VI Всеукраїнської наук.-практ. інтернет-конференції (м. Київ, 16 квітня 2024 року). Київ: КНЕУ, 2024. С. 302-303. (0,13 д.а).
11. Tereshchenko O., Honcharenko O. Behavioral factors affecting financial and investment decisions under geopolitical uncertainty. *Фінансові інструменти сталого розвитку економіки:* матеріали VI Міжнар. наук.-практ. конф., (м. Чернівці, 18

квітня 2024 року). Чернівці: Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, 2024. С. 387-390. (0,25 д.а.; власний внесок автора 0,13 д.а.). *Особистий внесок здобувача: автором здійснено аналіз та підібрано фактори, які впливають на динаміку ринку злиттів та поглинань*.

ЗМІСТ

ВСТУП 133

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ ПРОЦЕСУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ 211

1.1. Операції злиття та поглинання як напрямок інвестиційної діяльності компаній 211

1.2. Біхевіористичні фактори впливу на прийняття рішення щодо злиття та поглинання компаній 400

1.3. Фінансовий контролінг у прийнятті рішень щодо злиття і поглинання 511

РОЗДІЛ 2

ПЕРЕДІНВЕСТИЦІЙНИЙ АНАЛІЗ З ВИКОРИСТАННЯМ ЕКОСИСТЕМНОГО ПІДХОДУ ДО ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ 85

2.1. Екосистемний та стратегічний аналіз інвестора та визначення необхідності в операції злиття та поглинання 85

2.2. Аналіз Таргет-компанії та фінансовий Дью Ділідженс в транзакціях злиття та поглинання 1133

2.3. Підходи до фінансування та оплати угоди злиття та поглинання 1400

РОЗДІЛ 3

ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ У ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ 166

3.1. Врахування геополітичного ризику в процесі прийняття рішення щодо злиття та поглинання 166

3.2. Використання методів нечіткого когнітивного моделювання в ході прийняття рішення щодо злиття та поглинання компаній 185

3.3 Моніторинг та контроль ефективності операцій злиття та поглинання 1911

ВИСНОВКИ 206

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 210

ДОДАТКИ ..... **Error! Bookmark not defined.**

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ДД - Дью Діліженс

ДКП - Договір купівлі-продажу

ЗМІ - Засоби масової інформації

ЗСП - Збалансована система показників

КМ - когнітивне моделювання

КНП - Комунальне некомерційне підприємство

МР - Маркетинговий рік

НБУ - Національний банк України

ФДД - Фінансовий дью дiлiдженс

BCG - Boston Consulting Group

CAPEX - Капітальні витрати

CEO - chief executive officer

CF - Cash flow

EBITDA - Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation

EBT - Earnings before tax

ESG - Environmental, social, and governance

FCFF - Free cash flow to the firm

IPO - Initial public offering

KPI - Key performance indicator

LBO - Leveraged buyout

M&A - Угода злиття та поглинання

MBO - Management buyout

R&D - Research and development

SBA - Small Business Administration

UN WFP - United Nations World Food Programme

VDD - Vendor due diligence

YTG - Year to go

ВСТУП

Обгрунтування вибору теми дослідження. Темпи та масштаби органічного зростання компаній мають об’єктивні обмеження. З плином часу, в ході розвитку компанії досягають стадії, коли їх подальше успішне функціонування потребує нових рішень, і часто вибором стають угоди злиття та поглинання. Купівля бізнесу є можливістю розширення продуктової лінійки, географії продажів чи виробництва, полегшити логістичні задачі, дати доступ до нових технологій чи стратегій, диверсифікувати ризики та бути джерелом інших синергій. Продаж бізнесу теж має позитивний вплив на діяльність компанії, через відчуження непрофільних активів або активів, реалізація потенціалу яких, в межах поточної групи неможлива або ускладнена. В часи економічної та геополітичної нестабільності антикризові характеристики угод злиття та поглинання набувають особливого значення. Наприклад, продаж непрофільних активів, відчуження неприбуткових, купівля нових бізнесів з метою диверсифікації ризиків, зміни стратегій, виходів на нові ринки тощо.

Попри значну кількість транзакцій, які укладаються на глобальному рівні, численні дослідження доводять низький рівень їх успішності, тобто за результатами більшості транзакцій не досягаються поставлені цілі, відповідно, замість створення додаткової вартості бізнесу для акціонерів, відбувається її руйнування. Враховуючи комплексність угод злиття та поглинання, пошуки причин невдач та шляхів покращення результатів транзакцій ведуться в різних аспектах процесу злиття та поглинання. Зокрема, в частині визначення стратегічних цілей угоди, передінвестиційного аналізу Таргет-компанії, оцінки та визначення ціни транзакції, процесу та особливостей прийняття управлінських рішень щодо злиття та поглинання, нюанси інтеграційної фази процесу тощо. Незважаючи на всі наукові та практичні пошуки та надбання в даному напрямку, аналітики та науковці не спостерігають суттєвого покращення результатів угод.

Низька ефективність угод та необхідність даного інструменту для існування та розвитку компаній, в тому числі й у кризові періоди, його широке застосування та

критичність впливу його результатів на стан компаній зумовлюють потребу подальших досліджень за даним напрямком.

Зв'язок дисертації із сучасними дослідженнями. Теоретичні та методичні засади процесу злиття та поглинання досліджувалися переважно закордонними вченими, серед вітчизняних науковців цей напрямок досліджень не набув великої популярності, проте кількість опублікованих робіт зростає. Серед вчених, що працюють в даному напрямку виділимо: Накамура Х., Рід Д., Сноу Б., Харіяні І., Купер С., Гаухан П., Терещенко О., Бабяк Н.Д., Шлейфер А**.,** Вестон Ф., Фарлі Дж., Грауман Д., Депамфіліс Д., Пікот Г., Канеман Д., Олдгем Т., Кінд А., Каузер С., Демюз К., Джерджіан Г., Аднер Р., Гернего Ю.О., Андерсон П., Мітлтона-Келлі І., Холланд Дж., Фісер К., Акерлоф Г., Свідерська І.М., Бінг Г., Багацька К.В., Томашевсько І., Єрмоленко О., Назаренко І., Корбутяк А.Г., Касич А., Анвінг Д., Мауер Д., Мартинова М. та Реннебуг Л., Горбенко А. та Маленко А., Гляйснер В., Хіменес А., Даубер Д., Коте Л..

Результати проведених досліджень вирішуючи поставлені задачі, часто відкривають і нові питання які потребують подальшого вивчення. Серед науковців відсутній єдиний підхід до визначення поняття «злиття та поглинання» та «фінансовий дью ділідженс», моменту завершення процесу угоди та етапів, які входять до процесу. Залишаються недостатньо розробленими й потребують подальшого удосконалення теоретичні питання та методичні підходи до системного використання інструментарію, зокрема фінансового контролінгу, в процесі злиття та поглинання задля покращення ефективності управлінських рішень та результативності угод. Актуальність зазначених вище питань, їх практична значущість і недостатня розробленість обумовили вибір теми дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами та грантами. Дисертаційну роботу виконано відповідно до плану науково-дослідних робіт Київського національного економічного університету: «Сталий розвиток корпоративних фінансів на ринках, що розвиваються» (номер державної реєстрації 0121U109257). У межах зазначеної теми розкрито підходи до підвищення

результативності транзакцій злиття та поглинання з метою забезпечення сталого розвитку компаній – учасників угоди.

Мета і завдання дослідження: Метою дисертаційної роботи є обґрунтування теоретико-методичних та прикладних засад застосування інструментів фінансового контролінгу для підвищення ефективності операцій злиття та поглинання підприємств. У рамках досягнення визначеної мети в роботі вирішено такі завдання:

- розкрито зміст поняття операції злиття та поглинання, його сутність в контексті інвестиційної діяльності компаній;

- ідентифіковано вплив біхевіористичних факторів на прийняття рішень щодо злиття та поглинання компаній;

- визначено особливості фінансового контролінгу у прийнятті рішень щодо злиття і поглинання;

- запропоновано модель фінансового контролінгу для підвищення ефективності операцій злиття та поглинання підприємств

- проведено екосистемний та стратегічний аналіз компанії-Покупця та Таргет-компанії;

- удосконалено підходи до проведення фінансового Дью Ділідженсу в транзакціях злиття та поглинання;

- проведено аналіз впливу інструментів фінансування та оплати транзакцій на успішність транзакцій злиття та поглинання;

- розкрито можливість використання методів нечіткого когнітивного моделювання в ході прийняття рішення щодо злиття та поглинання компаній;

- сформулбовано підходи до моніторингу та контролю ефективності операцій злиття та поглинання.

Об'єктом дослідження є інструменти фінансового контролінгу, необхідні для забезпечення ефективності процесів злиття та поглинання компаній.

Предметом дослідження є сукупність теоретико-методичних і прикладних засад фінансового контролінгу процесів злиття та поглинання компаній.

Методи дослідження. Досягнення поставленої мети й завдань дослідження зумовило використання відповідної системи методів.

У процесі дослідження використано наступні методи: контент-аналіз, абстрактно-логічний та метод синтезу, регресійно-кореляційний аналіз, метод онлайн-опитування (CAWI – Computer Assisted Web Interviewing); методи спостереження, виміру і опису (при вивченні властивостей і зв'язків об'єкта, визначенні кількісних характеристик операцій злиття та поглинання підприємств, систематизації даних); метод порівняння (при дослідженні тенденцій і динаміки характеристик підприємств); аналітичний і синтетичний методи (при встановленні умов, чинників і етапів розвитку, визначенні елементів процесу злиття та поглинання, їх взаємозв'язку і взаємодії); математичні методи (для інтерпретації результатів дослідження); метод моделювання (при розробці моделей фінансового контролінгу).

Емпіричну базу дослідження становили статистичні дані Orbis M&A, Державного комітету статистики України, звітні дані міжнародних організацій, підприємств, монографії та наукові статті вітчизняних і зарубіжних вчених.

Наукова новизна отриманих результатів полягає в поглибленні теоретичних засад та удосконаленні методичних і практичних положень аналітичного забезпечення управління процесом злиття та поглинання компаній.

Найбільш вагомими результатами дисертаційної роботи, які містять наукову новизну є такі:

Вперше:

- доведено, що у процесі прийняття інвестиційних рішень щодо M&A недостатнім чином ураховуються геополітичні ризики. За результатами регресійного аналізу та тестування нульової гіпотези підтверджено, що індекс геополітичного ризику не має суттєвого впливу на динаміку глобального ринку M&A. Це є наслідком недоліків діючих методик рейтингування та оцінки вартості компаній, а також впливу суб'єктивної, біхевіористичної складової на прийняття інвестиційних рішень. Ігнорування потенціалу геополітичних ризиків суттєво зменшує чисту додану вартість за результатами M&A та може бути причиною невдалих транзакцій;

Удосконалено:

- систематизацію складових процесу злиття та поглинання, в рамках якого передбачено одинадцять елементів, серед яких окремо визначено та обґрунтовано

етапи оцінювання та закриття угоди, а також врахування фактору часу. На основі аналізу існуючих підходів визначено пункти, які на нашу думку потребують вдосконалення, зокрема об'єднання в рамках етапу аналізу й процес оцінки, часткове ігнорування постінтеграційного етапу та фактору часу. Дані моменти було враховано в запропонованому підході;

- теоретичні та прикладні підходи до оцінки впливу біхевіористичних факторів (когнітивних упереджень) на прийняття рішення щодо злиття та поглинання компаній. З використанням методу онлайн-опитування (респонденти - носії інвестиційних рішень, аналітики, консультанти, які дотичні до процесу злиття та поглинання) виявлено високий рівень залежності прийнятих рішень від суб'єктивних факторів, а також високу частоту невідповідності прийнятих рішень рекомендаціям аналітиків та консультантів. Неврахування впливу когнітивних упереджень під час прийняття рішень призводить до зниження ефективності відповідних фінансових операцій;

- класифікацію та структуризацію коригувань ключових фінансових показників у рамках фінансового дью ділідженсу, зокрема, коригування класифіковано за трьома показниками, які характеризують ключові фінансові параметри підприємства: EBITDA (результативність), чистий борг (фінансовий ризик) та чистий робочий капітал (фінансова рівновага). Врахування скоригованих показників у процесі оцінювання компанії дозволяє сформувати більш точну її вартість, що сприятиме підвищенню ефективність рішень щодо M&A;

Набуло подальшого розвитку:

- концепція фінансового контролінгу в частині виокремлення окремого концепту фінансового контролінгу процесу злиття та поглинання компаній, що спрямований на координацію процесу злиття та поглинання (як на стратегічному, так і на операційному рівнях); інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод M&A; оцінку ризиків, контроль та моніторинг процесу здійсненної угоди. На відміну від альтернативних трактувань, в основі пропонованого концепту покладено екосистемний підхід, який забезпечує урахування інтересів усіх зацікавлених груп, більш точну ідентифікацію синергій та ризиків транзакцій.

- критерії вибору інструментів фінансування угоди злиття та поглинання, зокрема виокремлено: критерій потенційного впливу на фінансові результати компанії-покупця після закриття угоди; додаткові витрати, зумовлені інструментом фінансування; можливість використання податкового щита; потенційна реакція ринку капіталів у контексті впливу на ринкову капіталізацію. Запропоновано структурно-логічну схему вибору інструменту фінансування трансакції, який дозволяє оптимізувати процес прийняття відповідних рішень;

- інструментарій передінвестиційного аналізу в процесі злиття та поглинання компаній на основі запровадження нечіткого когнітивного моделювання, що уможливлює симуляцію комплексних систем, до яких відноситься M&A, урахування кількісних та якісних факторів, а також взаємозв'язків між ними. Моделювання дозволяє підвищити рівень об'єктивності інвестиційних рішень та є фактором зниження впливу когнітивних упереджень (суб'єктивності), властивих носіям рішень;

- методичні підходи до моніторингу та контролю трансакцій зі злиття та поглинання на основі використання збалансованої системи показників, що дозволяє моніторити та контролювати ключові індикатори результативності трансакції, а також аналізувати фактори, які на них впливають на основі побудови дерева цілей. За результатами аналізу відхилень, у рамках системи збалансованих показників обґрунтовуються рекомендації щодо оперативного коригування діяльності компаній.

Практичне значення отриманих результатів дослідження полягає в обґрунтуванні положень, висновків і рекомендацій, які забезпечують підвищення рівня ефективності транзакцій злиття та поглинання на основі використання запропонованих підходів та інструментів.

Основні теоретичні та практичні результати дослідження впроваджено в діяльність окремих підприємств та установ, що підтверджується відповідними довідками: ТОВ «Миколаївський хлібзавод №1» – в ході формування аналізу виконання та коригування стратегій, в тому числі й інвестиційної, застосовується запропонований екосистемний підхід до аналізу, що дозволяє більш повно та точно ідентифікувати можливі ризики та переваги поточного стану підприємства та сформувати оптимальні орієнтири для подальшого розвитку; Регіональна торгово-

промислова палата Миколаївської області – запропонована в дисертаційній роботі Концепт фінансового контролінгу M&A рекомендована до застосування в практичній діяльності компаній регіону, в частині аналізу та планування потенційних та майбутніх угод щодо купівлі компаній як в межах України, так і закордоном; ТОВ «АК «Врадіївський», як підрозділ ТОВ СП «Нібулон» – в рамках розрахунку скоригованих фінансових показників використовуються принципи та приклади коригувань запропоновані в роботі, що має позитивний вплив на коректність та ефективність прийнятих управлінських рішень, що є особливо важливим в умовах геополітичних нестабільностей.

Окремі науково-методичні положення та отримані результати дослідження використовуються в навчальному процесі Київського національного економічного університету під час викладання дисциплін «Дью ділідженс», «Фінансовий контролінг», «Управління інвестиціями» та «Корпоративні фінанси», а також під час розробки методичних матеріалів та довідкової літератури.

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійно виконаною науковою працею, у якій викладено авторський підхід до підвищення ефективності транзакцій злиття та поглинання. Розглянуті підходи, ідеї, отримані результати, які визначають наукову новизну, належать авторові. Основні пропозиції дисертаційної роботи знайшли відображення у наукових статтях та тезах, які вказані у списку опублікованих праць. Із наукових праць, які опубліковані у співавторстві, використано лише положення та ідеї, які належать здобувачеві. Матеріали інших авторів, що використовувались в роботі, мають необхідні посилання в тексті та застосовувалися з метою підкріплення важливості наукової тематики та розвитку ідеї здобувача.

Апробація результатів дисертації. Основні положення, висновки та рекомендації, викладені в дисертаційній роботі, оприлюднені в наукових повідомленнях на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях: Міжнародна науково-практична конференція «Sustainable Development: Modern Theories and Best Practices» (м. Таллін, 25-26 березня 2021); Міжнародна науково-практична конференція Ştiinţă, educaţie, cultură (м. Комрат, 11

лютого 2022 року); Міжнародна науково-практична конференція «Економіка і менеджмент 2024: перспективи 4-5 квітня 2024 року); IV Всеукраїнська науково інтеграції та інноваційного розвитку» (м. Дніпро, 4–5 квітня 2024 року); IX Міжнародна науково-практична конференція «Протидія відмиванню коштів та фінансуванню тероризму в умовах цифровізації економіки. Сучасні проблеми розвитку нафтогазовидобувної галузі України. Економіка, фінанси, банківська справа та освіта: актуальні питання розвитку, досягнення та інновації» (м. Одеса, -практична інтернет-конференція «Забезпечення сталого розвитку фінансової системи України в умовах глобалізації» (м. Кам'янець-Подільський 12 квітня 2024 року); VI Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Сучасні гроші, банківські послуги та фінансові інновації в умовах інтеграції України в ЄС» (м. Київ, 16 квітня 2024 року); VI Міжнародна науково-практична конференція «Фінансові інструменти сталого розвитку економіки», (м. Чернівці, 18 квітня 2024 року).

Публікації: Результати дослідження опубліковано автором самостійно та у співавторстві в 11 наукових працях загальним обсягом 4,35 д.а. (з них 3,18 д.а належить автору), з яких: 3 статті у наукових фахових виданнях України, 1 публікація в науковому виданні іншої держави, що індексується в наукометричній базі Scopus, 7 публікацій в інших виданнях.

Структура та обсяг дисертації обумовлені метою, предметом і завданням дослідження. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел. Загальний обсяг дисертації складає 183 сторінки друкованого тексту. Робота містить 53 таблиці на 34 сторінках, 24 рисунки на 15 сторінках, 32 додатки на 35 сторінках. Список використаних джерел містить 312 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ ПРОЦЕСУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ

1.1. Операції злиття та поглинання як напрямок інвестиційної діяльності компаній

Світ обмежених ресурсів, зміни клімату, деградації землі та екосистем, а також зростання населення, соціально-політичних збурень змушують компанії переглядати свої стратегії, бізнес- та організаційні моделі, основні можливості та ланцюги створення вартості. Одним з шляхів адаптації, подальшого зростання, масштабування, оптимізації та підвищення вартості бізнесу є побудова нових форм співпраці та зв'язків з іншими учасниками ринку, серед них створення стратегічних альянсів, спільних підприємств та реалізація угод злиття та поглинання [1]. Популярною, проте ризиковою стратегією зростання є використання угод злиття та поглинання для підсилення неорганічним шляхом темпів розвитку компанії.

Транзакції злиття та поглинання це комплексні та складні процеси, що мають високий рівень варіативності та унікальності. Часто поняття «злиття» та «поглинання» використовують як взаємозамінні, загальновживаними є терміни «угоди злиття та поглинання», «транзакції злиття та поглинання», «merger and acquisition» або «M&A». Проте між цими поняттями є відчутна різниця.

Під терміном злиття та поглинання, у широкому розумінні, мають на увазі низку різних операцій, починаючи від купівлі-продажу підприємств, створення альянсів, кооперації та спільних підприємств до створення компанії, корпоративного правонаступництва/ забезпечення незалежності бізнесу, управлінського викупу і бай-іну, зміни організаційно-правової форми, первинної публічні пропозиції на фондовій біржі та реструктуризації [2]

Ми погоджуємося з позицією Накамура Х. який звертає увагу, що використання широкого визначення M&A призводить до плутанини та непорозумінь серед

користувачів [3]. Верхньорівнево різницю між різними підходами до визначення M&A показано на рисунку 1.1.

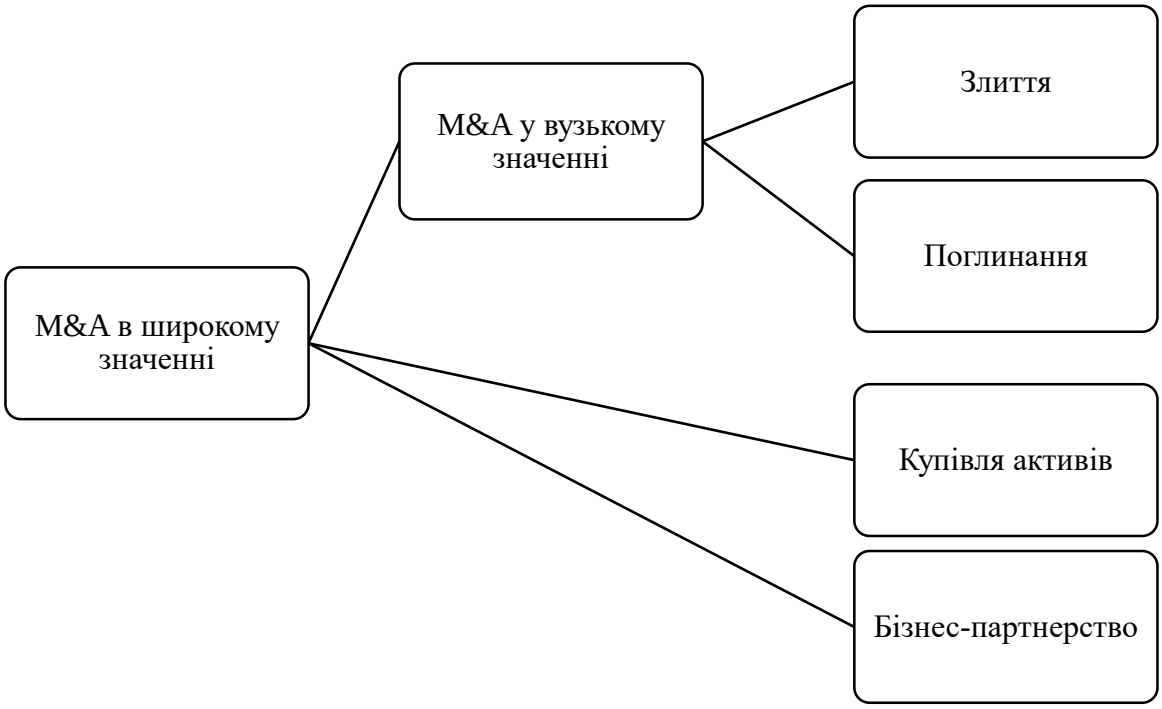

Рис. 1.1. Сутність поняття Злиття та поглинання (M&A)

Джерело: сформовано автором на основі [3]

Рід Д. вважає, що злиття відбувається, коли дві або кілька компаній об'єднуються, і після цього приєднані компанії припиняють своє самостійне існування та з'являється нова юридична особа. В той час, як поглинання — це передача акцій компанії іншій компанії, тобто акцій або активи компанії купує Покупець. В цьому випадку компанія може припиняти своє юридичне існування, але може і продовжувати функціонувати самостійно або в складі групи [4].

Відповідно до Скотт Д. злиття є об'єднанням чи консолідацією двох або більше компаній однакового або різного розміру в одну компанію. Інвестори, компаній, що об'єднуються з великою ймовірністю отримають акції нової компанії [5].

Депамфіліс Д. зазначає, що у разі злиття компанії, вони більше не працюватимуть незалежно, відповідно до закону. А під час поглинання відбувається купівля активів або акцій компанії. Це можуть бути всі або частина акцій або просто підрозділ бізнесу [6].

Сноу Б. у своїй роботі визначає злиття як об’єднання двох або більше компаній, де кожна компанія, що об’єднується, має таку ж кількість акцій, як і інші, і відіграє чітку роль у створеній компанії. В той час, як поглинання визначається як ситуація, коли компанія купує бізнес-підрозділ, активи іншої компанії або весь бізнес [7].

Корпоративне право злиття трактує, як об'єднання двох компаній, у якому одна передає всі свої активи до іншої, яка продовжує існувати. Фактично одна компанія поглинає іншу, але акціонери поглиненої компанії отримують акції компанії, що продовжила існування. Поглинання зазвичай передбачає купівлю активів і акцій компанії [8].

Відповідно до Сударсанам П. [9] злиття відбувається, коли корпорації об’єднують свої активи для досягнення спільних цілей [9]. Європейський центральний банк [10], Гаухан П. [11] і Джагерсман П. [12] також визначають злиття як поєднання двох або більше компаній у нову юридичну особу або формування холдингової компанії. Пеннінгс Дж. і Лі К. [13] у своєму визначенні зазначають, що злиття відрізняються від поглинань тим, що в злиттях беруть участь дві фірми з приблизно однакового масштабу або так, що мають еквівалентні ресурси. Проте, якщо одна з двох фірм набагато менша, вони схиляються до визначення транзакції як поглинання.

Це визначення перегукується з визначенням Хаспеслага П. та Джемісона Д. [14] та Соедерберга А. та Ваара І. [15], які також пишуть про компанії однакового розміру, які об’єднуються, і жодна сторона не розглядається як Покупець. У своєму визначенні Бітлер Дж., Ферріс Г. , та Напіер Н. [16] припускають, що угоди, де акції компаній розподіляються у пропорції 50%-50% можна визначати, як злиття; всі інші варіанти мають визначатися, як поглинання, незалежно від розміру компаній.

Важливою відмінністю між злиттям та поглинанням є статус акціонерів після угоди. Акціонери компаній після злиття зазвичай обмінюють свої акції на акції нової компанії за погодженою в рамках переговорів формулою, а під час поглинання акціонери, компанії, яку продали частіше за все втрачають право власності на цей бізнес.

Оскільки в результаті угод про злиття та поглинання, компанії об’єднують свої активи та зусилля для досягнення спільної мети, в рамках даної роботи ми будемо використовувати термін «злиття та поглинання» і під ним розуміти транзакції обох видів.

У рамках нашого наукового дослідження під транзакцією злиття та поглинання (M&A) ми розуміємо процес об'єднання двох або більше компаній, у результаті якого відбувається або утворення нової юридичної особи з припиненням існування окремих юридичних осіб компанії-Таргета та компанії-Покупця (злиття), або припинення автономного існування компанії-Таргета у результаті його поглинанням інвестором.

Злиття та поглинання є одним з ключових напрямків корпоративних фінансів, зокрема це доводять у своїх дослідженнях Терещенко О.О., Зимовець В.В. [17].

Окрім того, американські економісти Р.Брейлі та С.Майерсом, виокремлюють серед структурних елементів корпоративних фінансів такі складові – 1) вартість (методологія оцінки ефективності інвестицій, вартості акцій, вибору ставки дисконтування); 2) ризик (теорія інвестиційного портфеля, планування капітальних вкладень); 3) капітальні вкладення (практичні аспекти); 4) джерела фінансування підприємств (ефективність ринку: вплив на фінансові рішення); 5) дивідендна політика і структура капіталу; 7) боргове фінансування; 8) короткострокове фінансове планування; 9) злиття та поглинання [18].

Комплексність явища злиття та поглинання зумовила значну кількість підходів до їх категоризації. Серед ключових характеристик за якими виділяють види M&A наступні: мотиви та причини проведення угоди, тип компанії - Покупця, величина угоди, частка придбаних акцій, характер угоди, географія, публічність процесу тощо.

В залежності від величини придбаної частки Покупець може отримувати право впливу на управлінські рішення Таргет - компанії. Залежно від ваги частки акцій, придбаних Покупцем, угоди M&A поділяються на три типи:

- повне захоплення (100% акцій Таргет компанії);
- значне (50-99%);
- купівля міноритарної частки (менше 50%) [3;19].

Сноу Б. в своїх роботах за аналогічною характеристикою поділяє угоди на дві групи:

- контрольні інвестиції, які дозволяють покупцям здійснювати контроль над рішеннями прийнятими компанією (якщо Покупець купує більше 50% акцій або менше 50%, але поріг голосування дозволяє Покупцеві приймати рішення майже в усіх аспектах);
- інвестиції без контролю або міноритарні інвестиції – покупці не можуть суттєво впливати на рішення щодо подальшого розвитку компанії. Як правило, це стосується випадків, коли Покупець купує менше 50% акцій [7].

Виділяють два типи транзакцій за мотивами проведення: стратегічні та фінансові [20]. Стратегічні злиття та поглинання виступають довгостроковими інвестиціями. На противагу фінансові угоди переважно короткострокові з основною ціллю отримання прибутку від перепродажу активів. За результатами дослідження Лі К. and Ліеберман М., після 2009 року злиття та поглинання зазвичай спрямовані на придбання нових технологій, освоєння нових видів бізнесу та реагування на глобальну конкуренцію [21]. В рамках стратегічного типу угод виділяють три види M&A, а саме вертикальна інтеграція, горизонтальна інтеграція та поглинання конгломератом.

В роботах Харіяні І. знаходимо поділ на п’ять груп за основними причинами здійснення операцій злиття та поглинання:

- Горизонтальне злиття та поглинання, яке є транзакцією злиття та поглинання, що відбувається на тому самому ринку або в межах одного продукту.
- Вертикальні злиття та поглинання, тобто злиття та поглинання, які відбуваються в галузі вище або нижче від поточного положення компанії – Покупця, в рамках процесу виробництва продукту.
- Конгломератні злиття та поглинання, а саме злиття та поглинання однієї або кількох компаній у галузях, які не пов’язані з промисловими секторами одна одної.
- Розширення ринку – M&A з метою розширення маркетингової зони.

- Розширення продуктового портфелю, а саме злиття та поглинання з метою розширення виробничих ліній компанії [20].

Крім того, вирізняють «дружні» або «ворожі» злиття та поглинання [19]. Якщо транзакція злиття та поглинання здійснюється в дружній манері, власники та/або керівництво Таргет - компанії погоджується на транзакцію. Навпаки, ворожа угода протиставляє пропозицію бажанням власників Таргет - компанії, оскільки рада Таргета відмовляється від пропозиції.

За географічною характеристикою, угоди злиття та поглинання можуть бути локальними або міжнародними, залежно від того, де базуються та працюють залучені компанії. Транскордонна угода злиття та поглинання включає мінімум дві фірми, розташовані в різних економіках, або дві фірми, що працюють в одній економіці, але належать до двох різних країн [19]. Відповідно, у локальних транзакціях злиття та поглинання залучені фірми походять з однієї країни та працюють у цій країні.

Увагу вчених приділено питанням аналізу рівня успішності транзакцій злиття та поглинання. Коітер М. [22], Картврайт С. та Купер С. [23], Чайлд Дж. та інші [24], та Саллі Р. [25] у своїх роботах доводять, що не зважаючи на високі сподівання, які покладаються на результати транзакцій, лише 50% транзакцій досягають поставлених цілей. Джердс Дж.та Шві Дж. [26] їх дослідження доводять, що рівень неуспішних транзакцій досягає 60%, аналогічний рівень був підтверджено працями Чанг Р., Куртіс Дж. та Дженк Дж [27]. За результатами аналізу КПМГ, виявлено, що 75% to 83% транзакцій не досягають поставлених цілей [28]. Нахаранді А. та Малекзедех А. [29] підкреслюють, що не зважаючи на популярність угод злиття та поглинання, приблизно 80% транзакцій не досягають поставлених фінансових цілей. Брунер Р. [30] також підтверджує, що близько 70-80% злиттів і поглинань не створюють вартості, що значно перевищує річну вартість капіталу.

Проведені нами дослідження виявили, що серед носіїв рішень 42% вважають що від 30 до 59 відсотків угод M&A є успішними, 16% опитаних визначили рівень успішних угод від 10 до 29 відсотків, інші оцінюють кількість успішних угод на рівні вище 60%. Серед аналітиків/консультантів 47% вважають, що успішними є від 30 до

59 відсотків транзакцій і 11% так думають щодо 10-29 відсотків транзакцій, інші – вище.

Детальний опис дослідження та інші результати наведені в пункті 2.1 даної роботи. Повний перелік відповідей у Додатках Б-Е.

Але, попри доведений низький рівень успішності проведених угод злиття та поглинання цей інструмент залишається одним з найпопулярніших варіантів для інвестування та неорганічного розвитку компаній.

Досліджуючи мотиви здійснення компаніями угод злиття та поглинання, виділимо:

- вихід на нові ринки або розширення присутності на старих;
- отримання доступу до нових технологій чи продуктів, отримання доступу до ресурсів чи робочої сили;
- використання ефекту масштабу для оптимізації витрат та примноження доходу;
- реалізація синергій від поєднання пов'язаних бізнесів, результатів роботи R&D;
- диверсифікація напрямків роботи існуючого бізнесу;
- структуризація бізнесу з метою оптимізації податкового навантаження;
- захист від небажаного поглинання;
- отримання ліцензій;
- покращення податкових умов;
- надбання нових зв'язків чи доступу до ексклюзивних партнерів.

Компанії використовують M&A як стратегію головним чином для зростання, посилення конкурентних позицій, міжнародної експансії та синергії [11]. Компанії можуть використовувати M&A як стратегію зростання замість органічного зростання, коли органічне зростання оцінюється як обмежене, дороге та трудомістке [11; 31].

Гаухан П. виділяє такі ключові мотиви у здійсненні транзакцій:

- злиття та поглинання розглядаються як засіб швидкого зростання фірм;
- фірми в результаті M&A сподіваються отримати економічні вигоди в результаті економії на масштабі або обсязі;

- більша фірма в результаті M&A може мати кращий доступ до ринку капіталу, що згодом приведе до нижчої вартості капіталу, тобто фінансових вигод;
- збільшення прибутків за рахунок більш ефективного управління Таргет-компанією [11].

Гадіш О. на основі досліджень сформував такі категорії за мотивами проведення угод злиття та поглинання не залежно від величини угод:

- активне інвестування;
- зростання масштабів;
- створення суміжних зв'язків;
- розширення продуктового портфелю;
- зміна бізнес моделі;
- диверсифікація галузі [32].

Проте, зважаючи на комплексність явища, ще не сформульовано єдиної теорії щодо пояснення мотивів використання угод злиття та поглинання, яка б задовольнила переважну більшість науковців та практиків.

Узагальнивши зазначене вище, мотиви здійснення злиття та поглинання поділимо на дві групи:

- направенні на збільшення цінності бізнесу (основними мотивами вважаються підвищення ефективності завдяки синергії, економії коштів, ринковій владі, попередженню та заміні менш ефективного менеджменту, тощо) ;

- не мають прямого зв'язку з цінністю бізнесу (серед мотивів в рамках цього напрямку визначають бажання побудови імперії, надмірну самовпевненність менеджменту, управління зростаючими ризиками, спробу сповільнення чи припинення стагнації та бажання інтернаціоналізації). В межах кожної з груп розроблено теорії, які розмежовують та обгрунтовують ключові причини в рамках кожного з напрямків.

Розглянемо ключові теорії, які пояснюють мотиви здійснення транзакцій злиття та поглинання компаній (табл. 1.1), серед них:

- Теорія портфоліо, запропонована Марковіцем Г. (1952) [33]

- Теорія агентів (Agency theory), запропонована Россом С. (1973), Дженсеном М. і Меклінгом В. (1976), пізніше розвинена Аміхудом Ю. і Левом Б. (1981) [34-39]
- Біхевіористична теорія (Hubris Hypothesis), яку вперше опублікував Ролл Р.(1986) [40-43]
- Теорія «Прокляття переможця» (Winner's Curse), розроблене Талером Р. (1988) [44]
- Гіпотеза синергії Бредлі Т. та ін. (1988) [45-47]
- Теорія Q, сформульована Лангом К. та ін. (1989) [48-49]
- Гіпотеза помилкової оцінки (Misvaluation Hypothesis), висунута Шлейфером А. і Вішні Р. (2003) [50]
- Теорія ефективності Вулфа Н. та ін. (2011) [51-52]
- Депамфіліс Д. (2018) звертає увагу на теорії податкових пільг та ринкової влади [6,53].

Детальна характеристика щодо теорій представлена в Додатку А.

Проведене нами опитування, виявило, що ключовими цілями інвестицій клієнтів аналітики/консультанти визначають наступні:

- проведення вертикальної інтеграції (16% обрали цю відповідь);
- отримання доступу до нових технологій/розробок (14 %);
- розширення продуктової лінійки (14%);
- зниження витрат (14%);
- інші варіанти, включаючи отримання доступу до нових бізнес моделей, спеціалістів високого рівня, диверсифікація ризиків, доступ до нових ринків тощо (42%).

В свою чергу носії рішень визначають:

- отримання доступу до нових технологій/розробок (19%),
- зниження витрат (19%),
- розширення продуктової лінійки (12%)
- отримання доступу до нових бізнес моделей (12%) - як пріоритетні.

Детальний опис дослідження та інші результати наведені в пункті 1.2 даної роботи. Повний перелік відповідей у Додатках Б-Е.

Рішення щодо угоди приймаються обмеженим колом осіб (радами директорів, акціонерами компанії - Покупця та компанії - Продавця), проте враховуючи комплексність угод, та незважаючи на високий рівень конфіденційності перелік учасників, які долучаються до роботи на різних етапах транзакції є значним. Кожен з учасників має свою роль, яка в кінцевому підсумку переважно направлена на зниження інформаційної асиметрії та мінімізацію ризиків від угоди для Покупця та Продавця.

Охарактеризуємо ключових учасників процесу злиття та поглинання Кожна транзакція злиття та поглинання включає принаймні одного Покупця, тобто сторону, яка здійснюватиме придбання. Це особа (фізична чи юридична), яка підписує договір купівлі-продажу, сплачує ціну покупки та яка після закриття угоди, прямо чи опосередковано, володіє або контролює цільову компанію чи її активи. В ході процесу аналізу команда Покупця працюватиме з Продавцем або Таргетом, для визначення основних фінансових та стратегічних умов угоди, вестиме переговори щодо ключових моментів угоди, керуватиме операційною та фінансовою перевіркою (дью ділідженсом), а також контролюватиме роботу консультантів, які працюють над угодою (юристи, інвестиційні банкіри, бухгалтери, повірені та ін.) [54].

Розглянемо два ключових типи покупців в угодах злиття та поглинання – це фінансові покупці та компанії реального сектору (стратегічні покупці). Покупці цих типів мають різні характеристики прийняття рішень. Приватні інвестиційні компанії або хедж-фонди зазвичай набагато агресивніші та пропонують вищі ціни. Частково це пояснюється тим, що приватна інвестиційна компанія управляє фондом й має досить високий рівень допустимого ризику. Стратегічні покупці прагнуть досягти синергії, яка підвищить конкурентну позицію їх бізнесу [55].

Продавець в угоді злиття та поглинання — це особа або особи, які передають пайові цінні папери або активи, що купуються Покупцем. На відміну від ролі Покупця, не всі угоди передбачають пряму участь Продавця в процесі. Наприклад, в угодах, де Таргетом є публічна компанія, хоча публічні акціонери фактично продають

свої акції і, відповідно, можуть розглядатися як продавці, Рада директорів і керівництво Таргет - компанії зазвичай беруть на себе роль, яку грав би Продавець у приватній угоді. У приватних угодах злиття та поглинання, де зазвичай є одна або невелика група осіб, які контролюють цільову компанію, саме вони виступають продавцями. Вони також ведуть переговори з Покупцем, щодо визначення основних фінансових та стратегічних умови угоди, надають інформацію Покупцю та його консультантам, які проводять належну перевірку, а також обирають власних радників. Продавець несе відповідальність за зобов'язання щодо компенсації, у разі настання відповідних, перед покупцем після закриття угоди (зобов'язання відшкодувати Покупцеві збитки, які він може понести в результаті порушення договору купівлі-продажу).

Термін «Таргет» зазвичай використовується для позначення компанії, на відміну від активів, право власності або контроль над якими буде придбано в ході транзакції злиття та поглинання. Термін не використовується в операціях, пов'язаних з продажем активів і зобов'язань. Таргет виступає об'єктом угоди і ключова його роль в процесі транзакції полягає в наданні достовірної інформації іншим сторонам для аналізу та прийняття рішень, в рамках погоджених рівнів розкриття інформації.

Кожна з головних сторін угод M&A залучає власних адвокатів, які можуть бути штатними адвокатами, але частіше є спеціалістами з угод злиття та поглинання та експертами в вузьких сферах (антимонопольне право, нерухомість, регулятивне право, цінні папери, компенсації і пільги, трудове, екологічне, податкове право, інтелектуальна власність, конфіденційність чи іноземне право), які практикують у зовнішніх юридичних фірмах. Ці фахівці надають ряд послуг своїм клієнтам, зокрема:

- консультування щодо структури та термінів угоди;
- проведення або сприяння юридичній перевірці (тобто перевірка контрактів, дозволів, організаційних документів та інших матеріалів Таргета або управління відповідними активами для формування розуміння обсягу, вартості та ризиків угоди) ;
- надання консультацій щодо фідуціарних обов'язків і прав міноритарних акціонерів, таких як права незгодних;

- надання тактичних порад під час переговорів;
- ведення переговорів та складання документів угоди;
- внесення коментарів до документів транзакції від персоналу та спеціалістів клієнта;
- взаємодія з персоналом клієнта, який займається неюридичною перевіркою, для виявлення та вирішення сфер ризику та пріоритетів клієнта;
- управління процесом транзакції та її проведення, а також доведення угоди до закриття, в тому числі шляхом подання нормативних документів, отримання згоди третіх сторін і координації з фінансовими консультантами, бухгалтерами та довіреними адвокатами.

Інвестиційні банки або фінансові радники, можуть представляти сторону продажу або покупки надають фінансові та стратегічні консультації покупцям, цільовим компаніям і продавцям. Вони часто виступають основними контактними особами для можливих покупців, готують інвестиційні меморандуми, проводять аукціони, ведуть переговори щодо ціни купівлі та форми закриття, виконують фінансове моделювання та аналізують надані пропозиції. Ключове завдання допомогти стороні, яку вони представляють, отримати максимальну віддачу від угоди

Інші зовнішні експерти включають консультантів, які надають послуги фінансового, податкового, комерційного дью ділідженсу, дью ділідженсу навколишнього середовища та персоналу. В рамках аналізу цих сфер виявляються додаткові ризики та можливості для Покупця та Продавця, які потім використовуються в процесі оцінки компанії та переговорному процесі.

До угоди також можуть долучатися наступні учасники:

- Банки та інші провайдери фінансових ресурсів для покупки в рамках угоди. Більшість угод фінансується саме за рахунок зовнішнього фінансування.

- Ескроу-агенти є незалежними третіми сторонами, як правило, фінансові установи, які зберігають частину від купівельної ціни в рамках угоди для забезпечення всіх або частини зобов’язань Продавця щодо компенсації після закриття угоди.

- Страхові компанії, які страхують Покупця в рамках угоди, надають гарантії, перевіряють страхові угоди, вимоги та гарантії Продавця, а також проводять незалежну перевірку Таргета, як частину процесу андеррайтингу [54].

- Державні органи мають різний рівень активності у різних транзакціях, в окремих випадках їх участь обмежується оформленням документів зміни права власності, проте у великих угодах або в угодах в стратегічно важливих галузях економіки окремі держані органи можуть проводити додаткові перевірки (зокрема антимонопольні органи, міністерство фінансів та профільні органи по секторам економіки до яких відносяться ключові учасники угоди, переважно Таргет) та без їх офіційного дозволу забороняється укладання угоди.

Під процесом злиття та поглинання (M&A) ми розуміємо сукупність послідовних дій, етапів і завдань у рамках здійснення транзакції злиття та поглинання для забезпечення її результативності.

Процес злиття та поглинання компаній включає низку етапів, деякі з них зустрічаються у всіх транзакціях, поява інших залежить від масштабу і специфіки угоди. Середній строк за який відбувається угода 6-8 місяців – до року, проте варто зауважити, що продажі великих компаній чи груп, можуть тривати декілька років через масштаби бізнесу, додаткові перевірки, регуляторні вимоги, складність організації фінансування та зміну макроекономічних та інших факторів. Як Покупець, так і Продавець проходять однакові етапи в ході транзакції, хоча кроки в рамках кожного етапу дещо відрізняються для сторін.

В рамках дослідження висвітлених в науковій літературі підходів до виокремлення етапів злиття та поглинання компаній було виявлено значну варіативність виділених етапів (від 2 до 10). Окрім того, виявлено, що ключовий фокус робиться на аналізі процесів з боку Покупця. Частково це пояснюється вищими ризиками характерними для сторони Покупця.

Розглянемо ключові підходи.

- Аппелбаум С. та Гомес І. визначають, що цей процес можна розділити на дві фази: «до підписання угоди» та «після підписання угоди» [56;57]. Боланд Р.

використовує аналогічний підхід виділяючи два етапи процесу, а саме «до злиття» та «після злиття» [58].

- Салюс Н. класифікував процес M&A на три фази: до злиття, злиття та після злиття, як і Аппелбаум С., Гандел Дж., Шапіро Б., Белісле П. та Ховен І.: до злиття, під час і після злиття [56; 59].
- Парентау С. та Вестон Ф. розділили процес на чотири фази: планування стратегії, відбір кандидатів, належна обачність і виконання угоди, а також кінцева фаза інтеграції [60]. Вансе С. згадав наступні чотири фази: фаза «залицяння», «церемонія одруження», «медовий місяць» і після «медового місяця» [61].
- Фарлі Дж. та Шваллі І. структурували процес на шість етапів: інтеграція зі стратегічним планом, інтелектуальний відбір, оцінка цілей за допомогою креативності та аналізу, розуміння цінності та ціни, передбачення фази після придбання та ефективна реалізація [62].
- Зрештою, Каземек І. і Грауман Д. організували процес M&A на сім етапів: оцінка, спільне планування, аналіз проблеми, вибір структури, отримання схвалень, остаточне планування та впровадження [63].
- Депамфіліс Д. виділяє 10 етапів (деталі в табл. 1.1) серед яких наступні: Бізнес-планування, планування злиття та поглинання, пошук, скринінг, «перша зустріч», комунікації, планування корпоративної інтеграції, завершення угоди, корпоративна інтеграція, оцінка [6].

Таблиця 1.1

Процес злиття та поглинання компаній відповідно до робіт Депамфіліса Д.

Етап	Характеристика етапу
Бізнес-планування	Формування стратегії для всієї компанії
Планування транзакції	Формулювання плану проведення конкретної транзакції
Пошук	Проведення аналізу ринку та пошук кандидатів
Скринінг	Пріоритезація та відбір кандидатів на основі визначених критеріїв
Перша зустріч	Проведення попередніх переговорів з потенційним Таргетом
Комунікації	Оцінка Таргет-компанії, проведення дью ділідженсу, розробка фінансового плану, прийняття рішення щодо купівлі компанії

Планування корпоративної інтеграції	Розробка плану інтеграції компаній
Завершення угоди	Підписання договору, закриття всіх формальностей та відкритих питань
Корпоративна інтеграція	Реалізація інтеграції компаній
Оцінка	Оцінка підприємства після етапу інтеграції

Джерело: сформовано автором на базі [6]

Пікот Г. типова транзакція проходить три фази: планування, імплементації та інтеграції. На етапі планування загальний план транзакції розробляється «найбільш міждисциплінарним і комплексним способом. Планування охоплює операційні, управлінські та юридичні методи та оптимізацію з особливою увагою до двох наступних фаз. Етап впровадження охоплює низку заходів, починаючи з видачі угод про конфіденційність або нерозголошення, листа про наміри і закінчуючи укладенням договору M&A та закриттям угоди. Останній етап стосується інтеграції після угоди [2].

В моделі потоку угод Watson Wyatt, представленій Гелпіном Т. і Герндоном М. процес поділено на п’ять етапів, а саме: формулювання, визначення, дослідження, обговорення та інтеграція [64]. Найважливішою віхою є підписання угоди між двома компаніями-учасниками угоди, завершення угоди та вихід на етап інтеграції, а перші три етапи належать до етапу перед угодою, тоді як «Переговори» представляють етап угоди, який завершується, коли досягнуто вищевказаного результату, а етап після угоди містить лише один етап під назвою «Інтеграція». На першому етапі передбачається формулювання бізнес стратегії компанії, критерії обрання Таргет-компанії; на другому – визначення Таргет-компанії, підписання низки документів, зокрема, Листа про наміри та Угоди про конфіденційність; на третьому – проведення дью ділідженсу, розробка попереднього плану інтеграції, визначення з позицією на перемовинах; на четвертому етапі відбуваються безпосередньо перемовини, щодо всіх суттєвих моментів угоди, узгодження всіх питань, щодо застережень та страхувань та закриття угоди; на п’ятому етапі – відбувається фіналізація та імплементація плану інтеграції. Варто зазначити, що цей процес автори також подають з врахуванням фактору часу, звертаючи увагу на те, що окремі етапи можуть

відбуватися паралельно. Цей аспект є досить рідкісним серед проаналізованих нами робіт. Схематично процес зображено на рисунку 1.2.

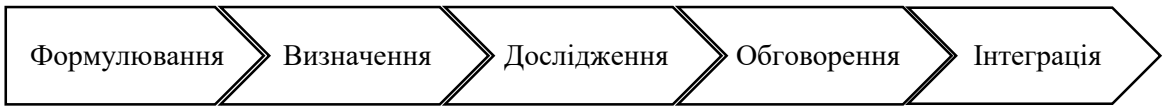

Рис. 1.2. Модель процесу злиття та поглинання Гелпінома Т. і Герндонома М.

Джерело: [64]

Іншим варіантом підходу є моделі Аіело Р. та Уоткінс М. в Harvard Business Review, де виділяють виключно етап переговорів [65].

Переважно в роботах науковців етапи процесу відображається в послідовному порядку. В деяких роботах надається коментар, щодо паралельності окремих етапів, або частин цих етапів, на нашу думку необхідно робити більший акцент на цьому моменті, адже це дозволяє правильно планувати ресурси та сприяє більш адекватному розумінню процесу сторонами, безумовно підвищуючи таким чином ймовірність успішного проходження процесу.

Важливим аспектом в ході дослідження процесу злиття та поглиання є визначення, моменту початку першої фаза та закінчення останньої. Згідно з Кюрстен Дж. [66], фаза до злиття та поглинання починається з бажання створити вартість, а згідно з Вебер У. та Тарба С. [67], фаза після злиття та поглинання може розглядатися як завершена, коли це створення вартості виконано. Вважається, що розгляд цих подій пов’язаний з результатами M&A

З нашої точки зору, серед розглянутих моделей модель Депамфіліса Д. та модель потоку угод Watson Wyatt є найбільш коректними та зручними для розуміння та використання.

Проте, зазначені вище дві моделі процесу можуть також бути удосконалені, зокрема модель Д. Депамфіліса є досить детальною та робить акцент на першій

зустрічі сторін, також на плануванні подальшої інтеграції і окремо виділяє етап оцінки проведеної інтеграції в постінтеграційний період, що безумовно є корисним і важливим і вигідно виділяє цю модель серед інших, проте в той же час етапу аналізу та оцінці Таргета не приділено достатньо уваги, як і підготовці ДКП, проте ми вважаємо, що ці етапи є виключно важливими і потребують більш детального розкриття в моделі.

Моделі потоку угод Watson Wyatt є теж детальною та комфортною для сприйняття та аналізу, окремо двома блоками виділено аналіз та переговори, окрім того, в описі до блоку «дослідження» також додано пункт про створення попереднього плану інтеграції. Але недоліком є відсутність етапу постінтеграційної оцінки та об’єднання процесу оцінки під назвою етапу «дослідження», що може викликати плутанину в користувача та відсутність конкретизації щодо моменту, коли починається розробка фінансової стратегії.

В обох випадках етапи в моделях подані як послідовні, хоча в реальності деякі з них накладаються один на одний і проходять паралельно.

На основі аналізу підходів вчених до моделі процесу злиття та поглинання ми сформували модель, яка є достатньо деталізованою та включає акценти на найбільш важливих моментах процесу, окрім того, ми відображаємо етапи з врахуванням моменту їх приблизного настання та реалізації (див. рисунок 1.3)

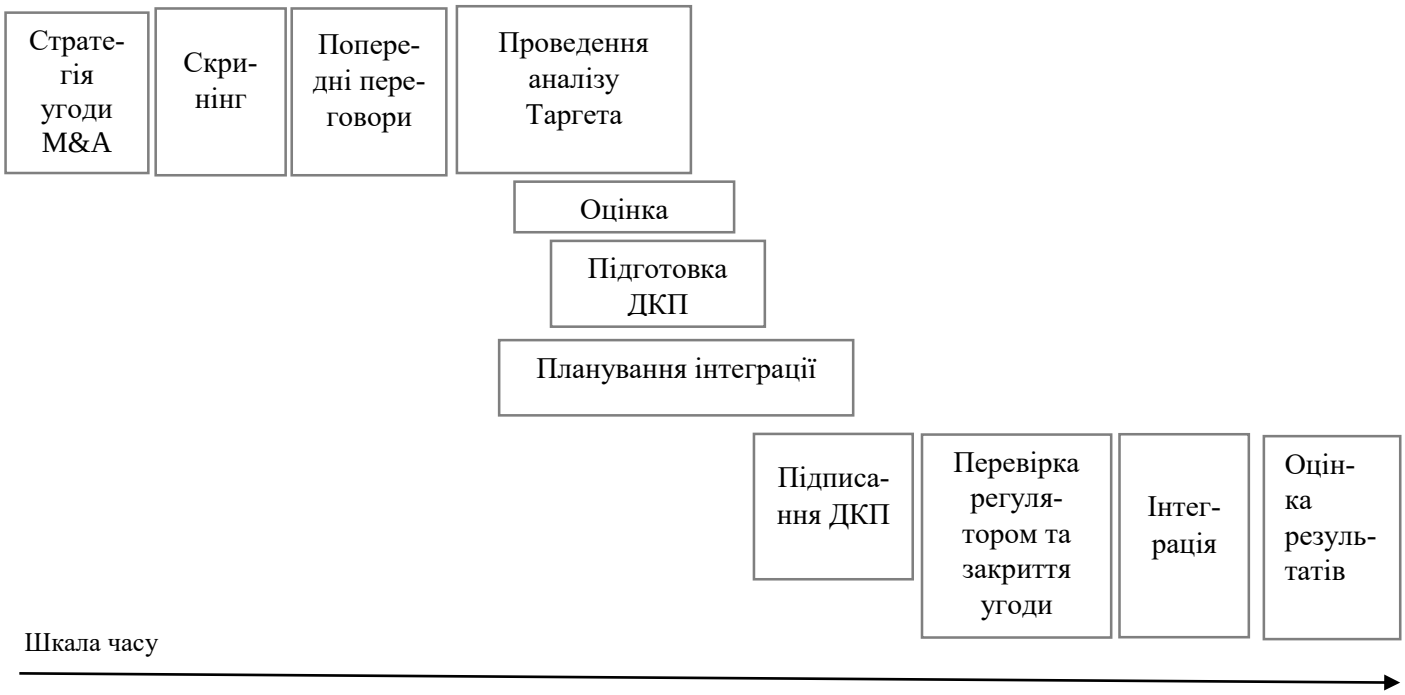

Рис. 1.3. Запропонована автором модель злиття та поглинання з точки зору компанії-Покупця

Джерело: сформовано автором

Запропонована модель включає одинадцять етапів. Розглянемо детальніше кожен з них (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Детальний опис кожного з кроків запропонованого автором процесу

Назва етапу	**Характеристика етапу**
1	2
Формулювання стратегії угоди злиття та поглинання	- Визначення цілей угоди - Формулювання критеріїв вибору потенційного Таргета (індустрія, масштаби, регіони, виручка чи EBITDA, наявність специфічних активів чи ліцензій тощо) - Укладання договору з інвестиційними банкірами/консультантами та юристами, які будуть супроводжувати угоду.
Скринінг	- Формулювання першого листа потенційних Таргетів - Проведення верхньорівневого аналізу обраних компаній - Формулювання короткого листа потенційних Таргетів - Визначення Таргета

Продовження табл. 1.2

1	2
Попередні переговори	- Комунікація з власниками потенційних Таргетів з метою визначення їх зацікавлення в угоді - Випуск листа про наміри та підписання сторонами угоди про нерозголошення - Підписання угоди з компаніями провайдерами послуг фінансового, податкового, комерційного, юридичного та інших необхідних типів дью ділідженсу
Проведення аналізу Таргета	- Отримання доступу до дата руму з інформацією Таргета - Проведення фінансового, податкового, юридичного, комерційного та інших видів дью ділідженсу - Проведення переговорів з провайдерами фінансових ресурсів (за необхідності надання їм висновки проведених досліджень) - Переговори з провайдерами страхових послуг - Розробка фінансової стратегії
Планування інтеграції	- Початок розробки інтеграційної стратегії
Етап оцінки	- Створення моделі починається до моменту завершення дью ділідженсу - Після отримання результатів дью діліженсу відбувається уточнення моделі та коригування оцінки
Підготовка ДКП	- Драфт ДКП створюється до моменту випуску фінальних звітів про результати дью ділідженсу - Після завершення дью діліженсу та оцінки відбувається уточнення пунктів ДКП - Проводяться переговори між сторонами щодо погодження ключових пунктів ДКП
Перевірка регулюючими органами	- Результати дью ділідженсів та всі необхідні додаткові документи подаються на розгляд державним органам - Після необхідних процедур аналізу та затвердження отримується дозвіл на проведення транзакції або відмова в наданні такого
Підписання ДКП та закриття	- На даному етапі відбувається підписання ДКП - Оголошення про завершення угоди - Оформлення всіх необхідних документів щодо передання права власності - Проведення необхідних процедур по закриттю угоди (Completion)
Інтеграція компаній	- На цьому етапі уточнюється та реалізується розроблена раніше стратегія інтеграції компаній
Постінтеграційний етап	- Оцінка результатів роботи компанії - У разі досягнення прописаних у ДКП результатів (за наявності такого пункту в договорі) виплата Продавцю додаткової частини вартості компанії - Проведення план/факт аналізу результатів угоди - Формулювання пояснень відхилень (за наявності) - За можливості та необхідності коригування положення

Джерело: сформовано автором

Процес злиття та поглинання з точки зору Продавця проходить аналогічні етапи (до моменту інтеграції), хоча з дещо іншим переліком необхідних кроків та фокусом.

Не варто вважати, що Продавець не бере участь у процесі після підписання ДКП та закриття угоди, оскільки в ДКП зазвичай прописані механізми захисту Покупця у разі настання чи не настання окремих подій, то Продавець декілька років після транзакції може повертатися до даної транзакції або в рамках отримання відстроченої частини оплати (Earn out) або для відшкодування витрат, щодо яких були прописані механізми компенсації в ДКП. Серед наукової літератури процесу з точки зору Продавця приділяється значно менша увага, що частково зумовлюється меншим рівнем ризику, що бере на себе сторона Продавця.

На нашу думку, поглиблене розуміння процесу є фактором, який дозволить потенційним сторонам угоди більш адекватно та розважливо приймати рішення, щодо необхідності проведення транзакції, потенційних часових, фінансових та інших ресурсів, які вимагатиме сам процес, нагальності та доречності окремих кроків та допомагатиме формувати реалістичні очікування щодо результатів та часових рамок, сприятиме нівелюванню ризику втрати вікна можливостей, який є одним з ключових серед причин низької реалізації запланованих синергій, а відповідно й сприятиме потенційному покращенню успішності реалізованих угод.

1.2. Біхевіористичні фактори впливу на прийняття рішення щодо злиття та поглинання компаній

Традиційний підхід до розуміння управління базується на ідеї, що стратегічні носії рішень є раціональними і, відповідно, прийняті рішення є оптимальними [68]. Особливості прийняття рішень широко вивчалися вченими, наприклад у своїй праці «Ухвалення рішень у невизначеності. Правила та упередження» Канеман **Д.** стверджує, що "Ілюзія того, що ми розуміємо минуле, сприяє надмірній впевненості у нашій здатності передбачати майбутнє.", що у результаті приводить до ризикованих ринкових рішень чи надмірної активності [69].

В реальному світі когнітивні упередження перешкоджають людям приймати раціональні рішення [70]. Саймон Х. в своїх роботах наголошує, що, хоча людина і

має намір бути раціональною, проте обмежена своїми когнітивними упередженнями. Для людини природно покладатися на свої інстинкти для прийняття рішень [71].

Процес прийняття рішень у межах злиття та поглинання (M&A) може бути дуже складним, і некоректні рішення мають значний вплив на прибуток, вартість компанії, продуктивність, репутацію, лояльність клієнтів, стабільність та життєздатність [72].

Бекієр М., Богардус А. і Олдгем Т. припускають, що більшість транзакцій завершуються невдачею через когнітивні упередження з боку вищих керівників, які призводять до невдалих рішень. Вони зазначають, що перевантаження інформацією може призвести до складнощів у процесі прийняття рішень через наявність упередженості, тобто керівники підсвідомо ігнорують або відкидають все, що не співпадає з їх переконаннями [73].

Представники біхевіористичного напрямку (Hubris Hypothesis), зокрема, Ролл Р., стверджують, що керівництво компанії має психологічні мотиви (психологічну упередженість та самовпевненість) щодо прийняття рішень про злиття та поглинання, особливо щодо ціни та вартості придбання компанії [40]. Через занадто оптимістичні очікування носіїв рішень щодо вартості Таргет-компанії, запропонована Покупцем ціна досить часто є вищою за ринкову. Подібні висновки випливають також із праць представників неоінституційного напрямку: Дженсен М. і Меклінг В. , Аміхуд Й. і Лев Б. та інші [35,37].

Під час настання геополітичних криз додатково запускаються механізми біхевіористичних упереджень, через що досить часто ігноруються алгоритми, оцінки ризиків та наслідків криз. Через рідкісний характер геополітичних ризиків, а також труднощі з їх прогнозуванням переважна більшість агентів не враховують їх у своїх оцінках та економічних сценаріях. Як результат, рішення приймаються під впливом емоцій, паніки та ефекту стадної поведінки [74].

Таким чином, небезпека криється у хибних оцінках потенціалу приросту вартості, який відповідає різниці між максимально допустимою ціною придбання та фактично сплаченою, включаючи реорганізаційну премію та накладні витрати, пов’язані з транзакцією. У разі помилкових оцінок потенційної вартості та максимально можливої реорганізаційної премії, транзакція може зазнати невдачі.

Наукова проблема полягає у з'ясуванні причин та мотивів помилкових рішень. Оскільки однією з причин хибних інвестиційних рішень може бути самовпевненість особи чи групи осіб, які приймають рішення та ігнорування результатів оцінювання ефективності відповідних транзакцій, ми фокусуємо увагу на біхевіористичній складовій інвестиційних рішень, яка пов'язана із евристичними помилками та когнітивними упередженнями носіїв рішень. Суб'єктивні фактори, якими керується носій рішень досить часто знецінюють результати об'єктивного аналізу. Місце та роль особистих якостей відповідальних за прийняття рішень індивідів досліджено у працях Кінда А. та Твардовскі Т. [75], Дукаса Дж. та Петмезаса Д. [76], Золло М. [77]. Автори виявили значний негативний вплив суб’єктивних рішень на результативність угод щодо злиття та поглинання компаній. Так, Кінд А. та Твардовскі Т. на основі емпіричного аналізу вибірки із 468 публічних транзакцій у період 2009–2013 роки показали, що надмірна самовпевненість представників правління негативно впливає на чисту додану вартість після оголошень про злиття і позитивно на величину премії за поглинання (показник готовність переплачувати) [75]. Можна припустити, що в основі такої квазі-раціональної поведінки лежать біхевіористичні чинники, за яких ігноруються результати незалежних кількісних та якісних оцінювань інвестиційних рішень [78].

Багато дослідників зосереджують свою увагу на факторах, які впливають на прийняття рішень [79]. Вони роблять висновки, що важливі рішення, прийняті досвідченими, розумними та відповідальними людьми на основі найкращих даних, можуть бути помилковими через когнітивні упередження. Саймон Х. вперше ввів поняття обмеженої раціональності, яке свідчить про те, що рішення не можуть бути прийняті раціонально через когнітивні обмеження людини та складність організаційних процесів [78].

Каузер С. та Папамічаіт Н. автори наводять детальні приклади когнітивних та емоційних бар’єрів, які можуть негативно впливати на ефективність прийнятого рішення. До когнітивних бар’єрів вони відносять наступні: індивідуальна зацікавленість носія рішення (Self-interested biases), групове мислення (Groupthink), семантичне упередження (Satiency Bias), упередження підтвердження (Confirmation

bias), упередження доступності (Availability bias), якірне мислення (Anchoring bias), ефект Гало (Halo effect), помилка незворотніх витрат (Sunk-Cost Fallacy), ефект власності (Endowment Effect), самовпевненість (Overconfidence), помилки планування (Planning fallacy), недооцінювання реакції конкурентів (Competitor neglect), надмірний консерватизм у прийнятті рішення (Loss aversion) [80]. Короткий опис кожного з бар'єрів наведено в табл.1.3.

Таблиця 1.3

Характеристика когнітивних бар'єрів

Назва	Опис
1	2
Індивідуальна зацікавленість носія рішення (Self-interested buases)	Рішення вмотивоване власним інтересом носія рішення
Групове мислення (Groupthink)	Рішення прийняте для того, щоб задовольнити інтереси всіх та уникнути конфлікту
Семантичне упередження (Satiency Bias)	Прийняття рішення на основі неадекватних аналогій з минулого
Упередження підтвердження (Confirmation bias)	Пошук виключно інформації, яка доводить правильність позиції носія рішення
Упередження доступності (Availability bias)	Використання тільки доступної інформації, ігнорування потенційного впливу інформації до якої немає доступу.
Якірне мислення (Anchoring bias)	Корегування результаті розрахунків (враховуючи, додаткові фактори) для відповідності бажаному рішенню
Ефект Гало (Halo effect)	Вплив загального враження експерта/носія рішень від чогось на його судження про потенційний рівень успіху чи невдачі.
Помилка незворотних витрат (Sunk-Cost Fallacy)	Прийняття рішень на основі оцінки історичних незворотних витрат
Ефект власності (Endowment Effect)	Готовність платити більше, щоб продовжувати володіти тим, що зараз є у власності в порівнянні з придбанням нових активів.
Самовпевненість (Overconfindence)	Самовпевненість носіїв рішень, щодо прийнятих ними рішень
Помилки планування (Planning fallacy)	Неправильні оцінки тривалості процесу
Недооцінювання реакції конкурентів (Competitor neglect)	Неправильна оцінка реакції конкурентів
Надмірний консерватизм у прийнятті рішення (Loss aversion)	Надмірний консерватизм в процесі прийняття рішень

Джерело: складено автором на основі [80]

Для перевірки припущення щодо формалізму у сприйнятті результатів фінансового та інвестиційного аналізу з боку носіїв інвестиційних рішень та переважного впливу біхевіористичних чинників на рішення, нами проведене

опитування групи респондентів, які є компетентним у питаннях M&A. Опитування проводилося з використанням гугл-форм та мало анонімний характер. У рамках даного емпіричного дослідження було підготовлено два опитувальники: 1) для фахівців, які працюють в якості консультантів/аналітиків та 2) для носіїв інвестиційних рішень. Опитувальники структуровані за такими блоками:

- питання, які характеризують експерта (вік, посада в компанії, індустрія);
- питання щодо ключових цілей, кількісних та якісних критеріїв прийняття інвестиційних рішень;
- питання щодо впливу суб'єктивних факторів на прийняття рішення, можливого ключового впливу однієї особи, відмінності прийняття рішень, які суперечать рекомендаціям аналітиків;
- вплив війни (як геополітичного чинника) на інвестиційний процес;
- пропозиції респондентів щодо можливих напрямків покращення, які мають бути здійснені задля підвищення ефективності процесу.

Для зниження ризику неправдивих відповідей щодо окремих пунктів анкетного дослідження було включено короткі питання для перевірки. Порівняння наданих респондентами відповідей на «парні» запитання дало можливість перевірити правдивість та неупередженість відповідей респондентів. Посилання на опитування було надіслано 157 особам, що займають посади на позиціях дотичних до процесу прийняття інвестиційних рішень (аналітиків, консультантів, фінансових, інвестиційних керівників та директорів компаній). Відгуки отримано від 41 респондента, у тому числі 20 анкет від носіїв рішень та 21 від аналітиків/консультантів. В опитуванні також взяли участь експерти, які представляють консультаційний та реальний сектори економіки. Серед респондентів, які ідентифікували себе як носії інвестиційних рішень 35% займають позиції директорів підприємств, 55% мають позиції інвестиційного директора, директора зі стратегічних питань, керівника підрозділів зі злиття та поглинання, 10% - фінансового директора [78].

Щодо розподілу за індустріями, серед аналітиків/консультантів були представники консультаційних компаній (наприклад, компанії «Великої четвірки»),

IT сфери, енергетичної, аграрної, будівельної, будівельної та продовольчої галузей, а також державних органів. Носії рішень, які пройшли опитування є представниками переважно IT та агро сфер, також інвестиційних фондів, телекомунікаційних, будівельних та енергетичних компаній та органів місцевого самоврядування.

Вікова структура респондентів представлена на рисунку 1.4.

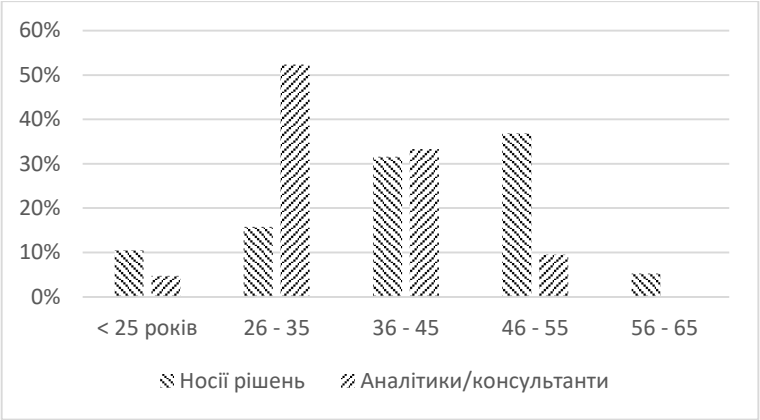

Рис. 1.4. Вікова структура респондентів опитування

Джерело: складено автором на основі проведеного дослідження

У контексті заявлених цілей дослідження, ключове питання анкетування було сформульовано у такому вигляді: «Чи мають суб'єктивні фактори вирішальний вплив на прийняття інвестиційних рішень?». За результатами опитування, 80% носіїв рішень та 86% аналітиків/консультантів надали на нього ствердну відповідь. Ці результати пояснюють також відповіді на питання «Як часто прийнятті рішення відрізняються від наданих експертами та аналітиками рекомендацій?» (рисунок 1.5) та «Як часто консультанти та аналітики формують фінальні результати свого аналізу під вже відоме рішення (формально ще не прийняте)?» (рисунок 1.6). Відповідно до результатів опитування, 47% носіїв рішень та 52% аналітиків/консультантів вказали на те, що фінальні рішення «часто», «дуже часто» або «завжди» відрізняються від рекомендацій аналітиків (рисунок 1.5). На осі абсцис наведена градація варіантів відповіді наданих респондентам від 1 (ніколи) до 5 (завжди) [78].

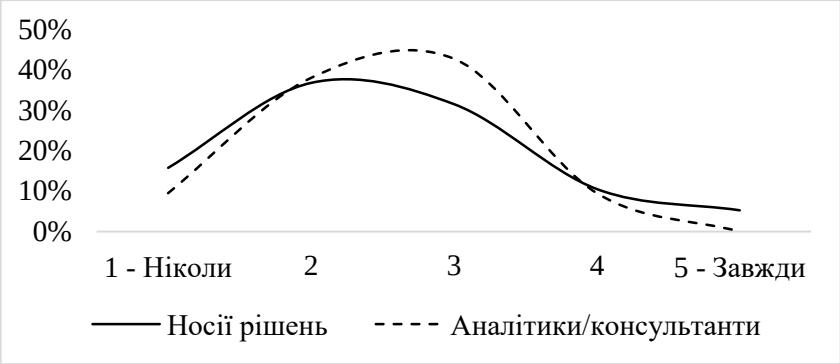

Рис.1.5. Результати опитувань щодо відмінності остаточних інвестиційних рішень від експертних рекомендацій

Джерело: результати власних емпіричних досліджень

Отримані результати підтверджують наше припущення щодо надмірного впливу на прийняття інвестиційних рішень (зокрема, щодо злиття та поглинання) суб'єктивних, біхевіористичних чинників.

Оцінка відповідей на питання «Як часто консультанти та аналітики формують фінальні результати свого аналізу під заздалегідь визначене рішення?» (рисунок 1.6) показала високий рівень адаптивності результатів аналізу: близько 90% носіїв рішень та 75% аналітиків/консультантів надали відповідь «часто», «дуже часто» або «завжди»). На осі абсцис представлена градація варіантів відповіді наданих респондентам від 1 (ніколи) до 5 (завжди) [78].

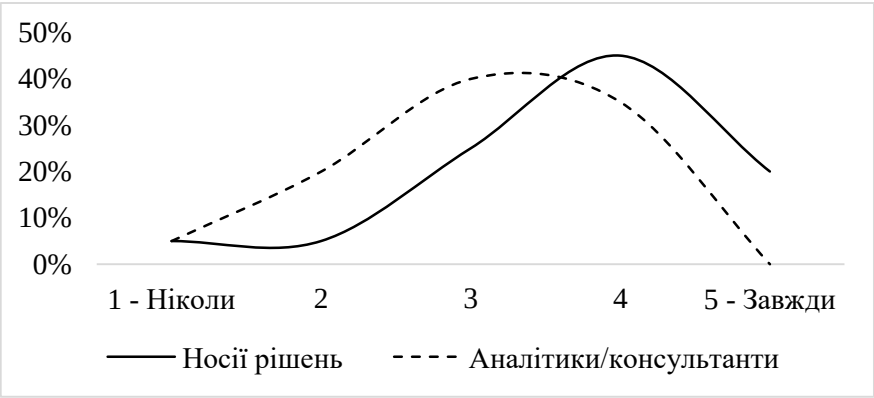

Рис. 1.6. Результати опитування щодо адаптування результатів інвестиційних оцінок під заздалегідь визначені результати

Джерело: результати власних емпіричних досліджень

В рамках опитування було визначено, що на думку 71% аналітиків/консультантів та 45% носіїв рішень інвестиційні рішення приймаються

колегіально. Відповідно всі інші відзначили домінуючий вплив одного носія рішень, навіть за наявності формально колегіального процесу прийняття фінального рішення.

Серед ключових критеріїв в рамках прийняття інвестиційних рішень в обох групах було обрано переважно наступні: показники прибутковості інвестиційних проектів (IRR, NPV тощо) (22% аналітиків/консультантів обрало даний варіант поміж інших, 30% - носіїв рішень) та стратегічна відповідність об'єкта інвестування (14% аналітиків/консультантів та 15% носіїв рішень), окрім цього респонденти визначили фінансові показники (16% аналітиків/консультантів та 11% носіїв рішень), як важливі [78].

В рамках опитування, респондентам було запропоновано визначити ключові кількісні та якісні критерії, які використовуються при прийнятті рішень. Обидві групи серед трьох ключових кількісних блоків показників визначили показники прибутковості (26% - серед аналітиків/консультантів; 21% - носіїв рішень) та вартісно-орієнтовані показники (14% аналітиків/консультантів та 12% носіїв рішень), окрім того, аналітики/консультанти зазначили операційні метрики серед найбільш вживаних (18%), в той час, як носії рішень – показники ліквідності (13%).

На питання про ключові критерії вибору досить мало відповідей було пов'язано з якісними критеріями. Окремим питанням було визначити ключові якісні критерії, які беруться до уваги в рамках інвестиційних рішень. Відповідно до отриманих результатів найбільш важливими на думку обох груп є відповідність довгострокових цілей інвестиційного проекту стратегічним цілям компанії (34% аналітиків/консультантів та 29% носіїв рішень) та імідж/бізнес репутація компанії – Таргета (23% аналітиків/консультантів та 27% носіїв рішень). Додатково аналітики/консультанти визначили рівень задоволеності клієнтів продуктами/послугами компанії – Таргета (14%), а носії рішень – особливості корпоративної культури компанії – Таргета (12%).

На питання про переважання кількісних чи якісних показників в процесі прийняття рішення респонденти відповіли наступним чином: 67% з групи аналітиків/консультантів та 80% опитаних носіїв рішень відповіли, що спираються на збалансований підхід між кількісними та якісними показниками, 29% першої групи

та 20% – другої зазначили, що кількісні критерії переважають, 5% групи аналітиків/консультантів відзначили перевагу якісних критеріїв, ніхто з носіїв рішень не обрав цей пункт.

Результати проведеного опитування підтвердили сформульовану гіпотезу щодо необхідності запровадження цілісної моделі фінансового контролінгу M&A, як окремого, специфічного напрямку фінансового контролінгу. Так, визначальними умовами підвищення ефективності угод аналітики/консультанти відзначили покращення планування інтеграційного етапу (30%), підвищення якості аналізу результатів вже реалізованих досліджень (22%) та посилення внутрішніх контролів в процесі інвестиційної діяльності (11%). Носії рішень відзначили необхідність формування чіткої методики прийняття інвестиційних рішень (21%), покращення планування інтеграційного етапу (19%), підвищення якості інвестиційного аналізу (17%) [78]. Повний перелік відповідей у Додатках Б-Е.

Дай Г., Танг К. та Демюз К. стверджують, що розуміння та визнання когнітивних упереджень може допомогти обмежити негативні наслідки помилок або невдалих стратегічних рішень [81].

Розуміючи критично важливе значення суб’єктивних факторів у процесі прийняття інвестиційного рішення, а відповідно й їх вплив на результат інвестування до основних елементів Концепту фінансового контролінгу злиття та поглинання нами включено Контролінг поведінки учасників процесу, завданням якого є координація діяльності учасників фінансових відносин та попередження опортуністичної поведінки агентів, відповідальних за прийняття рішень. Запропоновані методи до використання включають: схеми мотивації (groves, profit-sharing), контроль, KPIs тощо.

Відповідно до робіт Терещенко О., проблематика контролінгу поведінки полягає у тому, що саме служби контролінгу аналізують процеси прийняття управлінських рішень для прогнозування майбутньої поведінки менеджменту, персоналу, інвесторів та інших учасників фінансових відносин з урахуванням певних психологічних особливостей поведінки індивідуумів, які визначають рівень довіри чи недовіри, песимізм чи оптимізм, схильність до ризику [82].

Діяльність контролінгу поведінки направлена не лише безпосередньо на носіїв прийняття рішень, але й на інших учасників, зокрема важливо враховувати інтереси компаній-консультантів в ході роботи з ними в рамках процесу. Окремі науковці звертають увагу на аспект різнонаправленості інтересів між різними учасниками угоди, наприклад, Джемісон Д. та Сіткін С. у своїй роботі зазначає, що інвестиційні банкіри та консультанти у сфері стратегічного-консалтингу не фокусуються на питанні створення вартості для свого клієнта [83]. Консультанти зацікавлені в здійсненні угоди, адже їх винагорода великою мірою залежить від факту завершення угоди і величини такої угоди, відповідно їх рекомендації не завжди повністю відповідають вимогам щодо створення вартості компанією-Покупцем.

Прийняття рішення щодо злиття та поглинання в умовах ризику та невизначеності потребує наступних вихідних умов [84]:

- Об’єкт прийняття рішення є чітко детермінованим, і щодо нього відомі основні з можливих факторів ризику (наприклад, група інвестиційних проектів, які виключають один одного);
- Для об’єкта прийняття рішення обрано показник, який як точніше відображає ефективність прийнятого рішення. Автор зазначає, що для короткострокових фінансових операцій таким показником є рівень чистого прибутку, а для довгострокових – чистий приведений дохід або внутрішня ставка прибутковості.
- Для об’єкта прийняття рішення обрано показник, який відображає приманний йому рівень ризику.
- Визначена кількість альтернатив прийняття рішення.
- Визначені можливі сценарії розвитку під впливом зміни факторів ризику. Число таких сценаріїв у процесі прийняття рішень має бути детерміновано в діапазоні від найоптимістичніших до найпесимістичніших.
- Для кожного поєднанням альтернатив прийняття рішень і сценаріїв розвитку має бути визначений кінцевий показник ефективності рішення.
- Для кожного варіанту, який аналізується, розраховується ймовірності його реалізації.

- Вибір рішення здійснюється за найкращою з розглянутих альтернатив.

Рішення щодо злиття та поглинання знаходяться у зоні підвищеного ризику та невизначеності. Для підвищення об'єктивності аналізу доцільно разом з іншими підходами та методами використовувати математичні методи, зокрема, побудову «матриці рішень» (див. табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Структура «матриці рішень»

Варіанти альтернатив	**Варіанти сценаріїв розвитку**		
	C_1	**….**	**C_n**
A_1	E_{12}	….	E_{1n}
….	….	….	….
A_n	E_{n1}	….	E_{nn}

Джерело: складено автором на основі [84].

У наведеній матриці значення $A_1 \ldots A_n$ характеризують кожен із варіантів альтернатив прийняття рішення; значення $C_1 \ldots C_n$ - кожен із можливих варіантів ситуації розвитку подій; значення E_{11}; E_{1n}; E_{n1}; E_{nn} - конкретний рівень ефективності рішення, що відповідає певній альтернативі за певної ситуації.

Серед математичних засобів у теорії прийняття управлінських рішень можемо виділити, зокрема наступні: Критерій Вальда, Критерій Севіджа, Критерій Лапласа та Критерій Гурвіца [94]. Деталі щодо кожного з критеріїв наведено в Таблиці 1.5.

Таблиця 1.5

Математичні критерії прийняття управлінських рішень

Критерій	**Опис**	**Коментар**
Критерій Вальда	З усіх доступних варіантів матриці обирається альтернатива, яка з усіх найнесприятливіших ситуацій розвитку події має найбільше з мінімальних значень.	Переважно використовується при виборі ризикових рішень в умовах невизначеності, носіями рішень, які не схильні до ризику
Критерій Севіджа	Передбачає, що з усіх можливих варіантів матриці обирається та альтернатива, яка мінімізує розміри максимальних втрат щодо кожного з можливих рішень.	Використовується носіями рішень, що не схильні до ризику.

Продовження табл. 1.5

1	2	3
Критерій Лапласа	Характеризується невідомим розподілом ймовірностей на множині станів середовища. У такому випадку цінності кожної альтернативи можна обчислити за формулою звичайного середнього арифметичного всіх її можливих оцінок у різних станах природи. Оптимальною є та альтернатива, яка має найбільшу середню оцінку.	Може використовуватися всіма групами носіїв рішень.
Критерій Гуровіца	Для прийняття рішення використовується певний середній результат ефективності, що знаходиться в межах між значеннями за критеріями «maxmax» та «maxmin».	Використовується носіями рішень, які вважають за потрібне максимально точно ідентифікувати рівень своїх конкретних ризикових переваг.

Джерело: сформовано автором на основі [84; 85]

Очевидно, що замість того, щоб намагатися виправити базові похибки людського мислення, компаніям слід сконцентруватися на різних способах протидії їм. Збільшення усвідомленості щодо суб'єктивних факторів, що мають вплив на рішення допоможе подолати ці упередження при прийнятті важливих рішень. Головними аспектами в контролі над впливом суб'єктивних факторів є ідентифікація та використання необхідної інформації, доказів та врахуванні всіх ймовірних альтернатив; аналіз та оцінка інформацію всіма носіями рішень незалежно та обговорення результатів, виконання контролю за фактичною колегіальністю рішення.

Успішні рішення є результатом контролю поведінки та когнітивних упереджень, це знижує ймовірність ухвалити неправильні інвестиційні рішення.

1.3. Фінансовий контролінг у прийнятті рішень щодо злиття і поглинання

Операції злиття і поглинання набувають нових сенсів в сучасному нестабільному середовищі. Компанії активно використовують злиття й поглинання для зміцнення своїх позицій на ринку, розширення, або диверсифікації бізнесу, пошуку нових стратегій та рішень в надії на досягнення стійкого розвитку в умовах турбулентності й невизначеності середовища їх функціонування. Прийняття позитивного рішення щодо злиття чи поглинання, як правило пов'язано з позитивними очікуваннями Покупця зростання цінності для його бізнесу (створення

корпоративної вартості) від Таргета. Концепт корпоративної вартості була розроблена американськими професорами, Фрухан, Раппапорт і Коупленд в 1986 році, і полягає в орієнтації бізнес діяльності не на прибуток як ключову ціль, а на створення вартості для акціонерів [86].

За численими дослідженнями науковців, деякі з яких було розглянуто в підпункті 1.1, на даному етапі прийнято вважати, що переважна кількість транзакцій не досягає поставлених цілей (створення вартості для акціонерів компанії - Таргета). Частково це пов'язано з помилками у управлінських рішення, які мають різні підгрунтя та мотиви. Помилкове рішення може бути прийнято умисно або неумисно. В першому випадку може йти мова про конфлікт між агентом і принципалом. У другому випадку ключовими причинами можуть бути: самовпевненість особи чи осіб, які приймають рішення; помилкові розрахунки (на різних етапах, наприклад, оцінка фінансового стану, оцінка ризиків, маніпуляція інформацією Таргетом, хибна оцінка синергій, технічні помилки тощо); проблеми на етапі інтеграції бізнесу (значна частина пов'язана з недосконалим плануванням та розумінням процесу).

Чепка В., Свідерська І. та Гавриленко Ю. у своїй праці роблять висновок, що головною метою управління є покращення ефективності фінансово - господарської діяльності та найпродуктивніше використання його потенціалу задля максимізації вартості підприємства та пришвидшення темпів розвитку. Важливо правильно визначити мету та завдання управління, виокремити етапи його здійснення та основні методи аналізу, що будуть використовуватися для оцінки [87]

Дослідження ключових функції фінансового контролінгу, доводять, що реалізація контролінгу на підприємстві, цільове застосування інструментарію фінансового контролінгу в процесі злиття та поглинання позитивно впливає на якість управлінських рішень. Окремі науковці розглядають поняття фінансового контролінгу в вузькому сенсі, інші розуміють його більш широко, табл. 1.6.

Таблиця 1.6.

Визначення поняття Фінансового контролінгу

Автор	Визначення
Бланк І.	Фінансовий контролінг — контролююча система, яка забезпечує концентрацію контрольних процедур на найпріоритетніших напрямах фінансової діяльності підприємства [88].
Терещенко О.	Фінансовий контролінг у широкому розумінні — це система інформаційної підтримки фінансово-економічних рішень, що передбачає використання методів і процедур з бюджетування, стратегічного планування, управлінського обліку, фінансової діагностики, інвестор-рілейшнз, управління ризиками та внутрішнього контролю, які в сукупності забезпечують координацію окремих підсистем управління та зорієнтовані на оптимізацію фінансових рішень і збільшення вартості компанії. [89].
Серфінг К.	Контролінг — система інформаційного забезпечення управлінських рішень на основі планування, контролю, аналізу та розроблення альтернативних заходів з управління виробничо-господарськими процесами на підприємстві. Згідно з цією концепцією запровадження служби контролінгу на підприємствах та в організаціях зумовлене передусім необхідністю зменшення інформаційної асиметрії між менеджментом та акціонерами [90].
Брітченко І.	Контролінг являє собою спеціальну систему методів та інструментів, яка спрямована на функціональну підтримку менеджменту підприємства і охоплює інформаційне забезпечення управління, його планування, організацію взаємодії, мотивацію і контроль. Це система, орієнтована на майбутній розвиток підприємства; своєрідний механізм саморегулювання, що забезпечує зворотній зв'язок у контурі управління. Основна мета контролінгу — орієнтація управлінського процесу на досягнення цілей, що стоять перед підприємством [91].

Джерело: сформовано автором на основі [88-91]

Більшість авторів розглядаючи функціональну структуру фінансового контролінгу виділяють такі складові: координація; фінансова стратегія; планування та бюджетування; бюджетний контроль; внутрішній консалтинг; методологічне забезпечення; внутрішній аудит; ревізія; прогнозування; фінансовий аналіз; фінансовий контроль; оцінка ризиків; система раннього попередження; аналіз фінансових відхилень; розробка оперативних управлінських рішень для нормалізації фінансової діяльності компанії; отримання фінансових ресурсів, управління ними та їх використання [92].

Панков В., Єлецьких С. та Михайличенко Н. до функцій фінансового контролінгу відносять такі: координація фінансової діяльності для досягнення цілей підприємства; оцінка інформації фінансової служби і вплив на неї з метою досягнення

прозорості і загальної результативності; постановка задач з розробки інформаційного забезпечення фінансового менеджменту [93].

Фрайберг Ф. до основних функцій фінансового контролінгу відносить отримання фінансових ресурсів, управління ними та їх використання. Малишева Л. виділяє такі функції, як: нагляд за виконанням фінансових завдань; вимір відхилень фактичних результатів діяльності від запланованих; діагностика серйозних відхилень показників фінансового стану підприємства й істотного зниження темпів його фінансового розвитку. Мізерна Г. основними функціями фінансового контролінгу вважає: прогнозування; планування; бюджетування; фінансовий аналіз; фінансовий контроль; оцінка ризиків [94].

Терещенко О. виділяє такі функції фінансового контролінгу, як: координація; формування фінансової стратегії; планування та бюджетування; бюджетний контроль; внутрішній консалтинг та методологічне забезпечення; внутрішній аудит та ревізія [95].

Коваленко О. основними функціями фінансового контролінгу вважає: формування інформаційних каналів та інформаційного забезпечення; координацію діяльності функціональних систем підприємства; прогнозну і контрольно-аналітичну функції [96].

Підтримка функцій системи стратегічного планування, контролю та управління стратегічною інформацією, покладається на стратегічний контролінг. Метою стратегічного планування є забезпечення довгострокової успішної діяльності підприємства. Для цього необхідно сформулювати та реалізувати стратегії пошуку, побудови та підтримки потенціалу успіху (рентабельності).

Бабяк Н. зазначає, що контролінг здатний забезпечити підтримку внутрішнього балансу економіки підприємства й ефективного його розвитку шляхом формування об'єктивної інформації про витрати та доходи, що дає змогу приймати оптимальні управлінські рішення [97].

Терещенко О. виділяє такі підсистеми фінансового контролінгу: контролінг фінансів, контролінг логістичних систем, контролінг поведінки, контролінг витрат, контролінг ризиків, інвестиційний контролінг [98].

Важливими для процесу злиття та поглинання є поняття ризику та витрат. Як зазначає Корбутяк А. та Сокровольська Н. у своїй роботі, мета управління витратами полягає в зниженні або оптимізації витрат на виготовлення продукції та підвищення рентабельності діяльності підприємства. Оптимізація структури витрат, підвищення цінності створюваної на підприємстві продукції та мінімізація частки витрат в співвідношенні «витрати-дохід». [99]

Прийняття рішень щодо злиття та поглинання компаній є частиною інвестиційної активності компанії, що зумовлює необхідність розгляду сутності інвестицій (див. табл. 1.7) та інвестиційного контролінгу.

Таблиця 1.7

Підходи до визначення поняття «Інвестицій»

Автор	Визначення
Закону України «Про інвестиційну діяльність» [100]	Інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) та/або досягається соціальний та екологічний ефект.
Бланк І. [101]	Інвестиції – витрати грошових коштів, спрямовані на відтворення капіталу(його підтримку і розширення)
Массе П. [102]	Інвестиції являють собою акт обміну задоволення сьогоднішньої потреби на очікуване задоволення її в майбутньому з допомогою інвестованих благ.
Податковий кодекс України [103]	Відповідно до Податкового Кодексу України інвестиції – це господарські операції, які передбачають придбання основних засобів, нематеріальних активів, корпоративних прав та/або цінних паперів в обмін на кошти або майно.

Джерело: сформовано автором на основі [98-103]

Інвестиційний контролінг часто інтерпретують, як систему методів та інструментів, спрямованих на підтримку інвестиційної політики підприємства та реалізації окремих інвестиційних проектів, що охоплює інформаційне забезпечення, планування, аналіз, координацію, моніторинг і внутрішній консалтинг, а також своєчасне виявлення відхилень та причин їх виникнення з відповідним своєчасним прийняттям управлінських рішень щодо регулювання відхилень й підвищення ефективності інвестиційного процесу на підприємстві. В.В. Верещагін інвестиційний контролінг визначає як саморегульовану систему управління, яка забезпечує своєчасне виявлення відхилень фактичних результатів від запланованих та прийняття

оперативних управлінських рішень щодо нормалізації інвестиційної діяльності підприємства [104].

Цільове завдання інвестиційного контролінгу полягає в побудові на підприємстві ефективної системи прийняття управлінських інвестиційних рішень регулятивного характеру. Необхідною є адекватне оцінювання ефективності інвестиційних дій підприємства, оскільки це дасть змогу виявити проблемні зони інвестиційного процесу, вжити дієвих заходів щодо їх усунення.

Узагальнюючи наукові погляди щодо визначення завдань інвестиційного контролінгу, виокремимо наступні: збір даних для прийняття інвестиційних рішень; координація отримання інформації; планування і бюджетування інвестицій та інвестиційних проектів; перевірка і контроль інвестиційних заявок; проведення розрахунку інвестицій; контроль проекту за суттю і часом; поточний контроль інвестицій та комплексний моніторинг інвестиційних проектів; контроль бюджету інвестицій та аналіз відхилень; досягнення цілей підприємства у сфері інвестиційної діяльності; розробка системи критеріїв для оцінки ефективності інвестиційних проектів; аналіз і оцінка факторів внутрішнього і зовнішнього середовища; коригування планів інвестиційних проектів відповідно до зміни умов; контроль проекту за змістом виконаних робіт і за термінами; аналіз причин відхилень від плану; оцінка майбутньої ефективності проекту з урахуванням умов, що можуть змінитись; розробка рекомендацій для прийняття управлінських рішень [105-107]

Інвестиційний контролінг в рамках оцінки проекту допомагає належним чином визначити та оцінити інвестиційні можливості та обрати проекти, які здатні забезпечити необхідний приріст капіталу або відповідати необхідним економічним, соціальним та екологічним критеріям [108].

Інвестиційний контролінг являє собою контролюючу систему, яка забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямах, вчасний вияв відхилень фактичних її результатів від передбачених і прийняття оперативних управлінських рішень, які забезпечують її нормалізацію. Основні функції контролінгу є: нагляд за ходом реалізації інвестиційних завдань, що встановлені системою планових показників і нормативів; вимір ступеня відхилень фактичних

результатів від передбачених; діагностування за розмірами відхилень серйозних ускладнень в інвестиційній позиції і сутєвого зниження темпів його розвитку; розроблення оперативних управлінських рішень з нормалізованої згідно з передбаченими цілями і показниками; корегування за необхідності окремих цілей і показників у зв'язку зі змінами зовнішнього середовища, кон'юнктури ринку і внутрішніх умов [109].

Порівняння напрямків інвестування підприємств за обраними критеріями подано у Таблиці 1.8.

Таблиця 1.8

Порівняльна характеристика напрямків інвестиційної активності підприємств

Напрямок інвестиційної активності	**Характеристика та порівняння**
1	**2**
Органічний розвиток	**Складність процесу:** Низька/середня – внутрішні ініціативи можуть вимагати координації між відділами, але процес, як правило, знаходиться під контролем компанії. **Рівень ризику:** середній – ризики, пов'язані з ринковою кон'юнктурою, виконанням внутрішніх ініціатив і потенційними збоями. **Тривалість реалізації:** довгостроковий горизонт – для здійснення органічного зростання часто потрібен час, залежно від характеру ініціатив. **Ключові цілі:** Стале розширення: досягнення зростання завдяки внутрішнім зусиллям, таким як розробка продуктів, проникнення на ринок та інновації. **Ключова різниця з M&A:** Зростання за рахунок внутрішніх джерел. **Інші відмінності:** Зосередженість на внутрішніх можливостях: робить акцент на розвитку та оптимізації наявних ресурсів.
Злиття та поглинання	**Складність процесу:** Висока – включає дью діліджeнс, оцінку, переговори, юридичні моменти та інтеграцію після злиття. **Рівень ризику:** високий – транзакції M&A несуть ризики збитків, пов'язані з хибними оцінками, культурними та стратегічними проблемами в ході інтеграції та регуляторними проблемами. **Тривалість реалізації:** Різний – терміни злиття та поглинання можуть відрізнятися, але зазвичай вимагають значних витрат часу. **Ключові цілі:** Неорганічне зростання: придбання нових можливостей, ринків або ресурсів через зовнішні організації. **Інші відмінності:** Юридичні та регулятивні міркування: передбачає вирішення складних правових та регуляторних питань

Продовження табл. 1.8

1	2
Стратегічні альянси та партнерства	**Складність процесу:** середній – включає узгодження умов, встановлення рамок співпраці та вирішення потенційних конфліктів інтересів. **Рівень ризику:** середній – ризики включають партнерське узгодження, зміни стратегічних пріоритетів і потенційні конфлікти. **Тривалість реалізації:** середньострокова перспектива – створення ефективних альянсів може потребувати часу для побудови відносин і узгодження. **Ключові цілі:** Співпраця для взаємної вигоди: досягнення спільних цілей, таких як вихід на нові ринки або поєднання додаткових можливостей. **Ключова різниця з M&A:** Часткова співпраця: передбачає співпрацю без повномасштабного злиття чи поглинання. **Інші відмінності:** Гнучкість структури та форми – можливі різні форми партнерства в залежності від поставлених цілей та спільних інтересів.
R&D	**Складність процесу:** висока – включає наукові дослідження, розробку продуктів та інновації. **Рівень ризику:** високий – ризики включають технологічну невизначеність, прийняття ринком і повернення інвестицій. **Тривалість реалізації:** довгострокова перспектива – науково-дослідні ініціативи часто потребують значного часу та ресурсів для розробки та тестування. **Ключові цілі:** створення нових продуктів, технологій або вдосконалення існуючих пропозицій. **Ключова різниця з M&A:** фокусується на внутрішніх інноваціях, а не на зовнішніх придбаннях. **Інші відмінності:** фокус на довгостроковому створенні цінності за допомогою наукового та технологічного прогресу.
Капітальні інвестиції	**Складність процесу:** середня – планування та виконання капітальних проектів може передбачати координацію між відділами та необхідність досвіду у виконавців **Рівень ризику:** середня – ризики включають перевищення витрат, зміни ринку та потенційні збої. **Тривалість реалізації:** різниться – терміни залежать від характеру та обсягу капітальних проектів. **Ключові цілі:** Розвиток інфраструктури та активів: інвестування у фізичні активи для підтримки та розвитку бізнес-операцій. **Ключова різниця з M&A:** Фокусується на розвитку внутрішніх активів, а не на зовнішніх придбаннях. **Інші відмінності:** Головним чином спрямована на підтримку та розширення операційних можливостей

Продовження табл. 1.8

1	2
Фінансові інвестиції	**Складність процесу:** низька/середня – включає управління портфелем, інвестиційні рішення та оцінку ризиків. **Рівень ризику:** різниться – ризики залежать від характеру фінансових інструментів і ринкових умов **Тривалість реалізації:** різниться – терміни можуть коливатися від короткострокової торгівлі до довгострокових інвестицій. **Ключові цілі:** Отримання фінансового прибутку через інвестиції в акції, облігації, інші цінні папери та фінансові інструменти. **Ключова різниця з M&A:** Покладається на ринкові умови та показники фінансового ринку. **Інші відмінності:** Надає компаніям можливість диверсифікувати свої інвестиційні портфелі.

Джерело: побудовано автором

Серед ключових моментів, які об'єднують всі напрямки інвестиційної діяльності компанії виділимо: стратегічну узгодженість, ризиковість та необхідність оцінки ризиків, орієнтація на створення довгострокової вартості бізнесу.

Процес управління інвестиційною діяльністю включає елементи як зовнішнього, і внутрішнього впливу. Управління інвестиційної діяльністю передбачає такі основні завдання:

- збільшення виробничого та економічного потенціалу фірми;
- максимізація фінансової віддачі інвестиційних вкладень;
- оптимізація інвестиційних вкладень;
- мінімізація ризику інвестицій;
- забезпечення фінансової стійкості та платоспроможності фірми в процесі здійснення інвестиційної діяльності.

За допомогою системи управління інвестиційною діяльністю реалізуються стратегічні цілі, забезпечуючи високі темпи економічного розвитку та підвищення конкурентоспроможності фірми [110].

Враховуючи широку варіативність можливих напрямків інвестиційної діяльності компанії, а також складність та унікальність процесу злиття та поглинання компаній, вважаємо за доцільне запровадження цілісної моделі фінансового контролінгу M&A, як окремого, специфічного напрямку фінансового контролінгу. Так, в результаті проведення опитування нами було виявлено, що визначальними

умовами підвищення ефективності угод опитувані аналітики/консультанти відзначили покращення планування інтеграційного етапу (30%), підвищення якості аналізу результатів вже реалізованих досліджень (22%) та посилення внутрішніх контролів в процесі інвестиційної діяльності (11%). Носії рішень відзначили необхідність формування чіткої методики прийняття інвестиційних рішень (21%), покращення планування інтеграційного етапу (19%), підвищення якості інвестиційного аналізу (17%). Детальний опис дослідження та інші результати наведені в пункті 1.2 даної роботи. Повний перелік відповідей у Додатках Б-Е.

Згідно з результатами дослідження McKinsey & Company найбільш успішною стратегією компаній у сфера злиттів та поглинань є здійснення великої кількості маленьких транзакцій та побудова сильної команди, як в середині компанії, так і побудова інфраструктури з зовнішніми агентами для ефективної реалізації всіх етапів процесу злиття та поглинання. Дослідження показує, що компанії, які притримуються такої стратегії мають набір характеристик, які відрізняють їх підхід до реалізації процесу від підходу інших гравців на ринку, зокрема, вони чітко пов’язують цілі угоди з своїми стратегічними цілями, проведення дью ділідженсу та планування інтеграції розпочинається майже одночасно, такі компанії набагато більше уваги приділяють поміж іншого організаційній культурі, структурі та культурним факторам, вони дуже прискіпливо ставляться до вибору працівників, які будуть управляти процесом інтеграції різних частин компаній. Автори дослідження говорять, що звичайно така стратегія не є релевантною для всіх компаній, проте, вона безумовно варта уваги й приносить значні переваги компаніям-Покупцям у порівнянні з іншими існуючими підходами [111]. Зазначимо, що питання координації та планування процесу M&A, контролю за його здійсненням, методичного, аналітичного та інформаційного забезпечення прийняття рішень належать до компетенції фінансового контролінгу. Визначені експертами напрямки підвищення ефективності угод пов’язані саме із імплементацією інструментарію контролінгу. У загальному вигляді, завданнями контролінгу злиття та поглинання сформулюємо наступним чином:

- координація процесу злиття та поглинання (як на стратегічному, так і на операційному рівнях);
- інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод M&A;
- оцінювання ризиків, контроль та моніторинг процесу здійсненної угоди.

З огляду на особливості транзакцій M&A, їх відмінність від інших потенційних напрямків інвестування, а також експертні думки, отримані у результаті опитування, сформульовані вище завдання, пропонуємо Концепт фінансового контролінгу M&A, ключові елементи якої наведено на рисунок 1.7.

Рис. 1.7. Концепт фінансового контролінгу M&A

Джерело: власні розробки автора

Під фінансовим контролінгом злиття та поглинання слід розуміти систему методів та інструментів спрямованих на координацію процесу злиття та поглинання (як на стратегічному, так і на операційному рівнях); інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод M&A; оцінку ризиків, контроль та моніторинг процесу здійсненної транзакції.

Особливістю Концепту є те, що окремі завдання контролінгу можуть здійснюватися самостійно Покупцем або ж незалежними консалтинговими

компаніями на умовах аутсорсингу. Йдеться перш за все про оцінку ризиків транзакції у рамках дью-дідідженс або ж оцінку вартості Таргета.

Визначимо більш детально основні елементи Концепту фінансового контролінгу M&A.

Формулювання стратегії угоди злиття та поглинання. Ключові завдання: визначення цілей угоди; формулювання критеріїв вибору потенційного Таргета; укладання договору з інвестиційними банкірами/консультантами та юристами, які будуть супроводжувати угоду, розробка фінансової стратегії. Інструменти контролінгу: SWOT аналіз, бенчмаркінг, PESTLE аналіз, аналіз конкурентних переваг за М. Портером, аналіз стратегічного позиціювання, фінансовий та інвестиційний аналіз.

Передаквізаційний аналіз та контролінг ризиків трансакції. Ключові завдання: організація проведення фінансового, податкового, юридичного, комерційного та інших видів дью ділідженсу (проводиться внутрішніми службами фінансового контролінгу або незалежними експертами чи консультантами); уточнення фінансової стратегії; початок розробки інтеграційної стратегії. Інструменти: SWOT аналіз, бенчмаркінг, PESTLE аналіз, аналіз конкурентних переваг за М. Портером, Shelton's Strategic Fit Matrix, Cultural fit analyses, фінансовий аналіз, план-факт аналіз бюджетів за минулі періоди, YTG аналіз, аналіз адекватності прогнозів Таргета, аналіз документів, проведення інтерв'ю з менеджментом та співробітниками Таргета. Враховуючи високий рівень невизначеності та ризику, що притаманні проектам злиття та поглинання, необхідним є використання інструментів контролінгу ризиків, до яких зокрема відносяться аналіз сценаріїв, методі аналогій, метод Монте- Карло та інші

Контролінг поведінки учасників процесу. Завдання: координація діяльності учасників фінансових відносин та попередження опортуністичної поведінки агентів, відповідальних за прийняття рішень. Методи: схеми мотивації (groves, profit-sharing), контроль, KPIs тощо.

Моделювання фінансування транзакції. Завдання: визначення оптимальної моделі фінансування угоди M&A. Серед поширених схем фінансування M&A (власні кошти

інвестора, IPO, LBO, MBO) потрібно обрати комбінацію, яка принесе максимальний ефект з урахуванням витрат на капітал. Методи: SWOT-аналіз моделей фінансування, оцінка витрат на капітал, оцінка ефективності інвестицій.

Методичне та організаційне забезпечення стратегії інтеграції Таргета в структуру Покупця. Завдання: уточнення та реалізація стратегії інтеграції компаній. Передбачає впровадження та розрахунок KPI для нової компанії для відслідковування результатів необхідних для аналізу виконання вимог згідно ДКП, впровадження та розрахунок показників для відслідковування реалізації синергії, синхронізація та оптимізація управлінням робочого капіталу, інтеграція фінансових IT систем, гармонізація фінансових контролів, гармонізація системи оплати праці, фінансових політик.

Контроль та моніторинг процесу. Ключові завдання: оцінювання результатів роботи компанії; у разі порушення умов ДКП або відсутності очікуваних і зафіксованих у ДКП результатів діяльності компанії – отримання компенсації від продавця (за умови наявності відповідних умов в ДКП); у разі досягнення прописаних у ДКП результатів (за наявності такого пункту в договорі) виплата продавцю додаткової частини вартості компанії; проведення план/факт аналізу результатів угоди; формулювання пояснень відхилень (за наявності); за можливості та необхідності коригування положення. Інструменти: План факт аналіз, аналіз відхилень, регресійний аналіз, експертний підхід, CF analyses; Graph theory, моніторинг KPI.

Розглянемо, інструменти фінансового контролінгу, які доцільно використовувати на різних етапах процесу злиття та поглинання компаній (табл. 1.9).

Таблиця 1.9

Рекомендовані інструменти фінансового контролінгу відповідно до етапів процесу злиття та поглинання

Назва етапу	Інструменти
Формулювання стратегії угоди злиття та поглинання	SWOT аналіз, GAP аналіз, бенчмаркінг, PESTLE аналіз, аналіз конкурентних переваг за Портером М., портфельний аналіз, аналіз стратегічного позиціонування, аналіз потенціалу, бюджетування (включаючи інструменти стимулювання менеджменту).

Продовження табл. 1.9

1	2
Організаційний етап	Бенчмаркінг, GE-McKinsey матриця, фінансовий аналіз, інвестиційний аналіз (статичні та динамічні методи), SWOT аналіз, PESTLE аналіз, BCG матриця. McKinsey 7Ss ; Shelton's Strategic Fit Matrix, Cultural fit analyses.
Проведення аналізу	SWOT аналіз, бенчмаркінг, PESTLE аналіз, аналіз конкурентних переваг за М. Портером, аналіз стратегічного позиціонування, фінансовий аналіз, план-факт аналіз бюджетів за минулі періоди, YTG аналіз, аналіз адекватності прогнозів Таргета, аналіз документів, проведення інтерв'ю з менеджментом та співробітниками Таргета, моделювання та розрахунок потенційних синергій, аналіз сценаріїв, Analysis of the experience curve, аналіз ризиків, бюджетування, McKinsey 7Ss, Shelton's Strategic Fit Matrix, Cultural fit analyses,Value drivers analyses; регресивний аналіз, аналіз пір груп, Comparables Analysis; Graph theory, Інструменти розробки інтеграційної стратегії
Етап оцінювання	Методи прогнозування та оцінки справедливої вартості компаній, The Equity Value to Enterprise Value Bridge; Монте Карло аналіз, аналіз сценаріїв, аналіз чутливості, Backtesting (прогнати модель на одну з минулих дат і порівняти результат з відомим фактом), Comparables Analysis, DCF Sensitivity to Terminal Value Assumptions, CF analyses
Підписання ДКП	Механізми зниження ризику в рамках ДКП (ескроу рахунок, резерв від Earn-Out; умови щодо ризиків, знайдених в ході дью ділідженсів, встановлення ліміту відшкодувань потенційних збитків, визначення фінансових умов, які мають бути здійсненні до закриття угоди, визначення потенційних критичних змін у фінансовому стані компанії, які будуть означати розірвання угоди тощо)
Отримання дозволу від державних органів та закриття угоди	Підготовка необхідних документів та надання додаткової інформації за вимогою від державних органів. Проведення процедур закриття угоди.
Інтеграція компаній	Порівняльний аналіз, впровадження та розрахунок KPI для нової компанії для відслідковування результатів необхідних для аналізу виконання вимог згідно ДКП, впровадження та розрахунок показників для відслідковування реалізації синергій, синхронізація та оптимізація управлінням робочого капіталу, інтеграція фінансових IT систем, гармонізація фінансових контролів, гармонізація системи оплати праці, фінансових політик
Постінтеграційний етап	План факт аналіз, аналіз відхилень, регресійний аналіз, експертний підхід, CF analyses; Graph theory

Джерело: сформовано автором.

Окреслений Концепт узгоджується з екосистемним підходом до організації процесу злиття та поглинання, який реалізує потреби усіх зацікавлених сторін угоди.

Науковцями економічних спеціальностей поняття екосистеми запозичено з біології. Згідно з The New Shorter Oxford English Dictionary, біологічна екосистема - це "система організмів, які займають середовище мешкання, разом з тими елементами

фізичного середовища, з якими вони взаємодіють. Поява та еволюція екосистеми - це хаотичний процес, в ході якого невелика різниця в початкових значеннях може призвести до великих відмінностей у результатах [112].

У цьому випадку префікс "еко-" описує середовище організації, а "система" - сукупність пов'язаних частин, що працюють як єдине ціле. Екосистема як об'єкт економіко-управлінських досліджень складається з екзогенно заданих компонентів зовнішнього середовища та агентів (акторів), які ендогенно взаємодіють як система, отримуючи вигоди від взаємодії [113].

Вважається, що першими, хто застосував термін «екосистема» в контексті економіки та бізнесу були Ротшильд М. та Мур Дж..

Зокрема, Ротшильд М. стверджує, що "капіталістичну економіку найкраще розуміти як живу екосистему. Ключові явища, спостережені в природі - конкуренція, спеціалізація, співпраця, експлуатація, навчання, зростання та кілька інших - також мають визначне значення в бізнесі." За словами Ротшильда М., основна відмінність між біологічними та економічними екосистемами полягає в швидкості, яка є значно вищою в економічних процесах. Ротшильд М. називає свою точку зору на економіку біономікою. У екосистемі Ротшильда М. ефективність винагороджується виживанням. З іншого боку, неефективність покарана вимиранням [114].

Мур Дж. визначає бізнес-екосистему як "економічне співтовариство, підтримуване фундаментом взаємодіючих організацій і осіб." За словами Мура Дж., бізнес-екосистема включає клієнтів, провідних виробників, конкурентів та інших зацікавлених сторін. Також, Мур Дж. визначає, що бізнес-екосистема - це "розширена система взаємопідтримки організацій; спільноти клієнтів, постачальників, провідних виробників та інших зацікавлених сторін, фінансування, торгових асоціацій, стандартних органів, профспілок, урядових установ та інших зацікавлених сторін. Ці спільноти об'єднуються в частково намірений, високо самоорганізований та навіть дещо випадковий спосіб." [115].

Іансіті М. та Левієн Р. стверджують, що біологічна екосистема є найбільш коректною аналогією для розуміння бізнес-мережі, оскільки подібно до біологічних екосистем, бізнес-мережі характеризуються великою кількістю слабко пов'язаних

учасників, які залежать один від одного і взаємодіють з метою досягнення колективної ефективності та виживання. Особливості бізнес-екосистеми включають фрагментацію, взаємозв'язок, співпрацю та конкуренцію [116].

Пауер Т. і Джерджіан Г. звертають увагу, що неможливо ефективно управляти виключно бізнесом відірваним від навколишнього середовища, необхідно керувати всією екосистемою [117]. Відповідно до праць Пауера Т. і Джерджіана Г., в екосистему будь-якого підприємства входять чотири зацікавлених сторони: спільноти акціонерів, працівників, бізнесів та клієнтів. Автори зазначають, що при оцінці переваг співпраці слід робити розрахунки саме з екосистемної позиції.
Екосистему можна віднести до складних систем. Складна система відповідно до Левіна Р. - це "система, властивості якої не повністю пояснюються розумінням її частин" [118].

Науковці, які віддають перевагу аналогії з природними екосистемами обґрунтовують свою позицію, зауважуючи наявність в штучних екосистемах взаємозалежності та коеволюції [119], вказуючи на необхідність враховувати зв'язок між мікро- та макровзаємодією учасників екосистеми, а також на співпрацю та конкуренцію між ними. [120].

На даний момент існує декілька напрямків за якими відбуваються дослідження в сфері екосистем, а саме: економічні екосистеми, бізнес екосистеми, соціальні екосистеми та регіональні екосистеми. Деталі наведено в табл. 1.10.

Таблиця 1.10

Порівняння різних сфер досліджень з використанням поняття «екосистема»

Напрямок	Опис	Науковці
Регіональні екосистеми	Дослідження впливу окремих елементів та їх взаємодії на розвиток регіону	Портер М. [121]
Бізнес екосистеми	Фокус на взаємодії конкретної фірми з навколишнім середовищем, максимізуючи свій дохід та конкурентні переваги.	Тис Д. [122]
Цифрові екосистеми	Переважно аналіз утворень на основі об’єднання навколо певних платформ.	Гавер А. [123], Сеннамо С. [124]

Продовження табл. 1.10

1	2	3
Соціальні екосистеми	Дослідження соціальних екосистем під якими розуміють сукупність фізичних ментальних характеристик її учасників, знання, уявлення про світ, їх характер та поведінка, результати праці та творчості, взаємовідносини, а також форми організації, що знаходяться в постійному процесі змін.	Граінгер П. [125]
Інноваційні екосистеми	Дослідження взаємодії учасників для створення і комерціалізації інновацій	Аднер Р. [126], Цанг К [127].

Джерело: сформовано автором на основі [121-127]

Дослідження регіональних екосистем є одним з найбільш поширених в науковій літературі. В рамках цих досліджень існує декілька концепцій, які акцентуються на регіональній продуктивності, чи то як на результаті інноваційності, чи як результаті продуктивності та зайнятості [128].

Нами було проведено ряд дослідження щодо впливу транзакцій злиття та поглинання аграрних компаній на розвиток регіону в якому функціонує бізнес. За результатами наших досліджень, процеси злиття та поглинання в агропромисловому секторі економіки України не демонструють статистично помітного позитивного впливу на розвиток сільських територій. Однак очевидно, що діяльність таких підприємств та їх розвиток на сільських територіях мають деякі позитивні моменти. Потенціал полягає в тому, що вони можуть мати більший позитивний вплив і звертати більше уваги на розвиток територій, де вони діють, та де проживає значна частина їхніх працівників [129]. Незважаючи на відсутність статистично значущого впливу, нами були ідентифіковано, що агро компанії мають деякий вплив на свої регіони функціонування за рахунок ефективного та раціонального використання земель сільськогосподарського призначення, зростання кількості соціальних проектів в регіоні, проте можливі також і негативні впливи, такі, як скорочення робочих місць через закриття місцевих компаній, які або були придбані або не витримали конкуренції з об’єднаним новим гравцем на ринку та забруднення та виснаження земель. Взаємодія між аграрними компаніями в результаті злиття та поглинання та місцевою громадою має будуватися на дотриманні балансу між трьома аспектами: соціальний, економічний та екологічний [130]. Оскільки, саме це дозволить

налагодити або посилити позитивні зв’язки в регіоні функціонування, що приведе до зростання цінності компанії.

Аналіз бізнес-екосистеми як форми економічної координації, в якій здатність фірми створювати вартість критично залежить від різних груп акторів, які виробляють взаємодоповнюючі продукти або послуги [131-132]. Як підкреслено у Аднера Р.: "Стратегія управління в екосистемах повинна враховувати створення ціннісної пропозиції, щоб привернути до себе не лише кінцевого споживача, але й необхідних партнерів. У якості елементів екосистеми можуть виступати різні групи зацікавлених осіб, наприклад, постачальники, конкурентні фірми, комплементори, покупці, спільноти користувачів та університети" [133].

Регіональний та економічний/бізнесовий напрямки досліджень мають ряд відмінностей в розумінні поняття екосистеми, так література з регіонального розвитку акцентується на територіальній обмеженості екосистеми, тоді як науковці у сфері стратегії припускають глобальний контекст [134]; в ході досліджень з регіональної точки зору фокус робиться на створення загальної вартості в регіоні, тоді як з точки зору стратегії аналізується конкретна компанія та створення нею вартості [135]; у стратегічній літературі передбачається лідерство фірми, що аналізується в екосистемі, тоді як в дослідженнях регіонального розвитку майже не визнається центральна лідерська роль одного з елементів, окрім сприяючої ролі урядів та, можливо, асоціацій підприємств [136].

Складності розуміння бізнес-екосистеми пов'язані з тим, що вона невловима, не має чітких організаційних меж і є динамічною. Проте концепція бізнес-екосистеми, яку поділяють менеджери та підприємці, є потужною силою, що зменшує транзакційні витрати партнерства і показує, що учасники з різними інтересами можуть об'єднатися в спільній справі. Висновок Мура полягає в тому, що бізнес-екосистема як організаційна форма є важливим громадським благом у світі швидкозростаючих технологій та багатовимірних економічних і соціальних потреб [137].

Серед ключових характеристик екосистем варто виділити наступні:

- самоорганізація;

- непередбачуваність;
- адаптивність та гнучкість;
- унікальність та неможливість реплікації;
- саморегуляція;
- відсутність ієрархії;
- нелінійність процесів;
- наслідки взаємодій проявляються через певний час;
- взаємодія елементів приводить до створення ефекту, який не може бути досягнутий елементами автономно.

Андерсон П. стверджує, що самоорганізація – це процес, в якому "виникають патерни та регулярність без втручання центрального управління" [138].

Відповідно до Мітлтона-Келлі І., "виникають емерджентні властивості, якості, патерни або структури внаслідок взаємодії окремих елементів; вони більші, ніж сума частин". Вона також стверджує, що "емерджeнція – це процес, що створює новий порядок разом із самоорганізацією" [139].

Згідно з Холландом Дж., адаптація породжує структури з прогресивно вищою продуктивністю. Холланд Дж. визначає три складові поняття адаптації: оточення, адаптивний план і міра продуктивності. Адаптивний план не означає план напрямку розвитку. Це, скоріше, план випробувань, інструмент для визначення міри продуктивності. Міра продуктивності, з іншого боку, зазвичай називається пристосованістю. Адаптуватися завжди означає пристосуватися до чогось, і це включає в себе ідею, що адаптуюча одиниця не здатна вплинути на своє оточення. Всі екосистеми адаптуються до зовнішніх обмежень. Наприклад, урядові обмеження, податки та мита – це ті обмеження, які встановлюються іншою стороною і малоймовірно, що зміняться внаслідок спільної еволюції. Коли оточення змінюється, бізнес-екосистема адаптується до змінених умов шляхом виникнення, спільної еволюції та самоорганізації [140].

Експерти компанії BCG виділяють модульність продуктів і потребу в координації як ключові характеристики бізнес-екосистеми, запропонувавши свою класифікацію можливих форм організації бізнесу. Далі вони додають до ключових

характеристик екосистеми кастомізацію (адаптивність) та багатогранність взаємин [141]. Саме модульність, яка дозволяє створювати складні системи шляхом об'єднання менших елементів, забезпечуючи таким чином стратегічну гнучкість об'єкта, в значній мірі визначає структуру бізнес-екосистеми.

Деякі науковці зазначають, що взаємодія між елементами екосистеми реалізується без зовнішнього керівництва та контролю. Зокрема, Якобідес М., Сенамо С. Гавер А. зазначають, що "екосистема є сукупністю акторів з різною ступенем багатосторонньої взаємодоповнюваності, які не в повній мірі контролюються ієрархією" [142]. Відсутність жорсткого централізованого контролю робить такі горизонтальні зв'язки гнучкими та рухливими з точки зору просторово-часових характеристик, підвищуючи рівень адаптивності системи.

Екосистема, на відміну від класичної компанії, базується на модульності, а не на ієрархічному управлінні. При цьому виникає необхідність координації та спільного використання комплементарних ресурсів та компетенцій. З урахуванням сказаного, екосистему можна визначити як сукупність автономних організацій, що виробляють взаємодоповнюючі компоненти цінності, які формують певну структуру відносин та узгодження без необхідності вертикальної інтеграції. [142].

Важливо, що у екосистемах процес формування цінності для клієнта відбувається поза межами окремих продуктів. Ця особливість описується терміном «спільне створення цінності».

Обгрунтовуючи необхідність врахування та управління екосистемою в ході стратегічного розвитку компанією звертаємо увагу на теорію динамічних здатностей, що зосереджується на питаннях створення конкурентних переваг компанії. Конкурентоздатність забезпечується наявністю динамічних здатностей, які відображають можливість компанії модифікувати свої компетенції відповідно до змін зовнішнього середовища. [143]. Динамічні здатності контрастують з "операційними" або "звичайними", спрямованими на підтримку операційної діяльності компанії. З точки зору цієї теорії саме екосистема представляє собою середовище, яке має відстежуватися компанією, а реакція на нього впливає на її динамічні здатності [122]. Отже, екосистема є одним із факторів формування конкурентних переваг компанії.

Ми вважаємо, що екосистемний підхід має використовуватися в ході процесу злиття та поглинання в трьох різних аспектах:

- під час аналізу Таргет-компанії;

- в ході розробки інтеграційної стратегії Таргет-компанії та компанії-Покупця;

-в ході планування процесу злиття та поглинання та модерування його проходження.

Ми погоджуємося з результатами досліджень, які звертають увагу на формування вартості бізнесу в рамках екосистеми і вважаємо необхідним використання екосистемного підходу в рамках аналізу Таргет-компаній в ході передінвестиційного дослідження в процесі M&A, оскільки такий підхід здатний надати додаткову інформацію для більш точного визначення цінності бізнесу для компанії – Покупця та відповідно прийняття коректного управлінського рішення. У випадку застосування екосистемного підходу можливе виявлення додаткових потенційних синергій чи ризиків, які можуть реалізуватися в результаті купівлі компанії- Таргета.

В рамках екосистемного підходу до аналізу Таргет-компанія розглядається, як частина екосистеми в якій вона функціонує. Під складовими екосистеми ми розуміємо наступні групи: 1) клієнти, постачальники, конкуренти, партнери, фінансові установи, ЗМІ, природне середовище, громади, державні органи, міжнародні організації, освітні та наукові установи, тощо; 2) взаємозв’язки між ними. Спрощена схема екосистеми компанії-Таргета показана на рисунку 1.8.

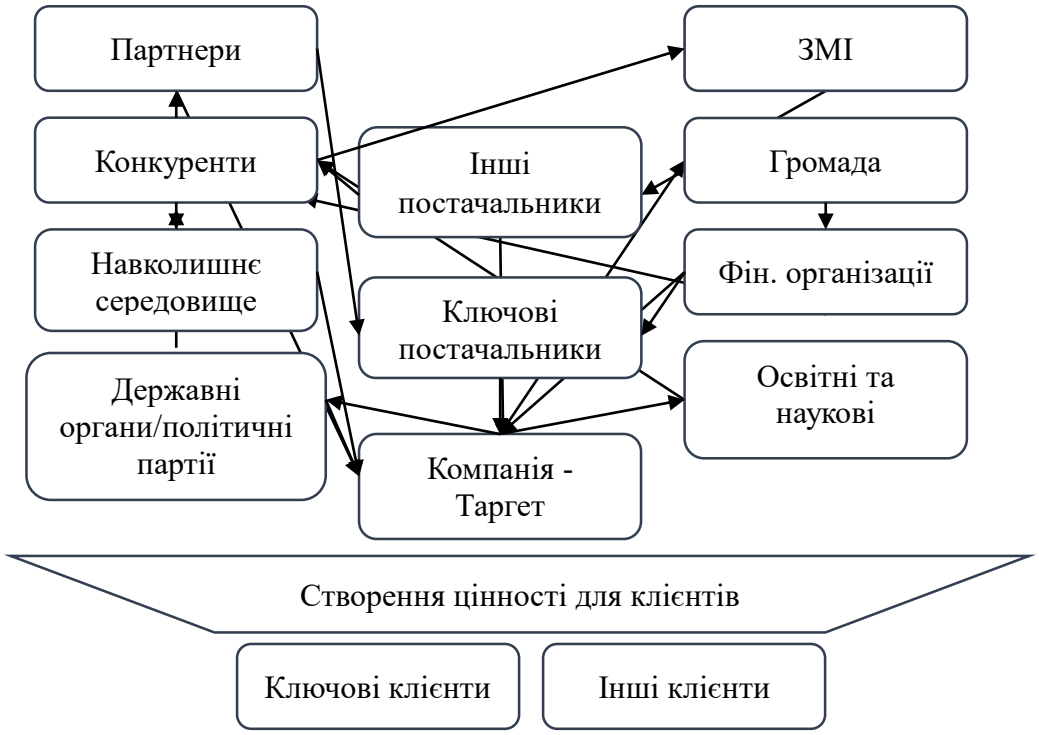

Рис. 1.8. Схематичне зображення спрощенної екосистеми компанії-Таргета

Джерело: сформовано автором

Кожен елемент екосистеми має власні інтереси, потреби та цілі, які мають враховуватися іншими в ході планування індивідуальної та спільної діяльності.

Використання екосистемного підходу в ході формування та реалізації стратегії інтеграції пов’язано з тим, що компанія-Покупець також є складовою окремої екосистеми і важливим є аналіз потенційних ефектів та ризиків від об’єднання бізнесів, а одже й екосистем. Оскільки, в результаті купівлі компанії – Таргета, в ході інтеграції, можливим є руйнування окремих чи більшості зв’язків в рамках її екосистеми, важливо враховувати як це вплине на можливість подальшого стабільного функціонування Таргет-компанії в рамках бізнесу Покупця. Чи є ризики руйнування окремих зв’язків або зміни характеру цих зв’язків/впливів в рамках екосистеми компанії-Покупця в наслідок купівлі нового бізнесу, які потенційні синергії виникають в результаті об’єднання екосистем компаній. Нехтування екосистемним підходом (відповідно неврахування чи навіть відсутність інформації про певні елементи екосистеми чи характер зв’язків між ними та компанією-Таргетом) може призвести до втрати потенційних вигод внаслідок руйнування зв’язків, втрати наявного чи можливого синергетичного ефекту чи реалізації ризиків, що матимуть руйнівний ефект на процес створення вартості для компанії-Покупця.

Відповідно, використання екосистемного підходу дозволяє створити більш точну та життєздатну стратегію інтеграції.

Взаємодія учасників в рамках угоди M&A часто також, має досить складну структуру, яка носить ознаки екосистеми, особливо для великих транзакцій. Аналіз характеристик угод злиття та поглинання показано в табл. 1.11

Таблиця 1.11.

Загальні характеристики угоди злиття та поглинання з точки зору екосистемного підходу

Характеристики екосистем	**Відповідність характеристик угоди M&A**	**Коментар**
Самоорганізація	Ні	Початкові кроки по організації учасників процесу здійснюють зацікавлені сторони угоди (Покупець та Продавець)
Непередбачуваність	Так	Точні результати роботи та взаємодії мать низький рівень передбачуваності
Адаптивність та гнучкість	Так	Система є гнучкою й адаптується під запити та потреби сформовані, як в середині, так і ззовні
Унікальність та неможливість реплікації	Так	Неможливо точно відтворити екосистему однієї угоди під час іншої транзакції.
Саморегуляція	Так	Реагуючи на зміни у середовищі, вимоги, цілі та дедлайни сукупність учасників процесу здатна до саморегуляції
Відсутність ієрархії	Так	В процесі роботи над угодою між елементами відсутня ієрархія, хоча безумовно залишається ключова роль двох елементів Покупця і Продавця
Нелінійність процесів	Так	Процеси не є лінійними
Наслідки взаємодій проявляються через певний час	Так	Результати роботи/перемовин учасників процесу доволі часто мають наслідки через певний часовий лаг
Взаємодія елементів приводить до створення ефекту, який не може бути досягнутий елементами автономно	Так	Малоймоворно, що результати процесу M&A з та без роботи консультантів, банкірів, інших учасників чи їх певної комбінації будуть абсолютно аналогічними.

Джерело: складено автором

Процес злиття та поглинання на великих транзакціях може тривати роками і до процесу залучаються десятки організацій і сотні працівників. Окремо, важливо відмітити протилежну направленість інтересів різних сторін. Окрім очевидної пари протилежно направлених інтересів – Покупець-Продавець, варто також відмітити, що окремі консультанти, особливо інвестиційні банкіри та стратегічні консультанти

часто зацікавлені в заключенні угоди і високій вартості такої угоди, адже від цих двох факторів значно залежить їх заробіток. Таким чином, не завжди їх рекомендації відповідають цілям клієнта в частині створення вартості для бізнесу. Інші консультанти, також мають свої інтереси, вони мають порівнянно менший вплив на носіїв рішень, проте з точки зору управління витратами на угоду, варто розуміти, що консультанти зацікавлені в отримані доходу, який на великих угодах пов'язаний з кількістю відпрацьованих годин на проекті.

Тобто, розглядаючи угоду з точки зору екосистеми та виділяючи елементи: Покупець, Таргет, різноманітні консультанти, державні органи, акціонери, банки та інші фінансові установи, страхові компанії, тощо, беремо до уваги, що кожен з них має свою роль, всі мають зв'язки між собою (як в рамках процесу, так і поза ним), кожен реалізує свої інтереси, проте разом вони працюють на одну ціль – реалізація угоди M&A та досягнення бажаних синергій.

Синергії виступають одним з ключових пунктів в обгрунтуванні інвестиційної привабливості транзакції. Поняття синергії визначають як поєднання активів двох компаній, які є ціннішими/ефективніші разом, ніж окремо. Покупці отримують прибуток від синергії завдяки вищим доходам або нижчим витратам [144] за умови сплати ціни, яка не перевищує створеної вартості. Але доходи та витрати є лише проявами синергії, а не основними її джерелами [145].

Сіроуер М. визначає синергію як «підвищення конкурентоспроможності та грошових потоків понад те, що дві компанії можуть досягти окремо» [146].

Відповідно до Швайгера Д. та Вері П., існує чотири основні джерела синергії:

- ринкова влада;
- витрати;
- доходи;
- нематеріальні активи [147].

Синергію витрат найлегше зафіксувати, а також найпростіше задокументувати фактично. Синергію витрат можна поділити на скорочення постійних витрат та скорочення змінних витрат. Зменшення постійних витрат може бути результатом

економії обсягу та масштабу, а зменшення змінних витрат може стати наслідком підвищення купівельної спроможності та зростання продуктивності.

Синергію, що виникає внаслідок збільшення ринкової влади, доходів і нематеріальних активів, важче відслідкувати, а також важче передбачити. Типова синергія доходів походить від перехресних продажів продуктів через додаткові канали дистрибуції новим клієнтам і регіонам.

Синергія ринкової влади походить від збільшення частки ринку через збільшення розміру організації та усунення конкурента. Найважче передбачити та кількісно визначити синергію нематеріальних активів – ця синергія походить від розширення торгової марки, обміну знаннями та досвідом. Бена Дж. та Лі К. виявили, що Таргети з вищими витратами на дослідження та розробки є більш привабливими для покупців, особливо для стратегічних покупців [148]. Оскільки вищі витрати на дослідження та розробки можуть збільшити потенційний рівень вигод. Горбенко А. та Маленко А. виявили, що цілі з високими операційними витратами також є привабливими для покупців [149]. Пояснення полягає в тому, що покупці шукають неефективні компанії, оскільки потенціал для синергії витрат з такими компаніями є вищим. Левін О. стверджує, що зростання покупців стагнує; тому вони хочуть досягти цілей, які сприятимуть збільшенню ефекту масштабу та прискоренню зростання [150]. Ключові типи синергій розглянуто в табл. 1.12.

Таблиця 1.12

Ключові типи синергій та їх характеристика

Назва	**Характеристика**
1	2
Внутрішні синергії	В наслідок злиття та поглинання формується багато видів внутрішньої, більш ефективної, рекомбінації активів (наприклад, обладнання, науково-дослідні лінії, співробітники і команда управління) це твердження є вірним, якщо спільне володіння є більш цінним, ніж окреме. Реалізація внутрішніх синергій не вимагає додатково будь-яких зовнішніх елементів середовища компанії, таких як постачальники, покупці, партнери по альянсу або зацікавлені сторони [151].
Ринкова синергія	Економічна рента виникає через зменшення влади контрагентів у регульованих конкуренцією взаємодіях. Як зазначає Вільямсон О., поглинання часто є єдиним способом отримати ринкову владу (замість «юридичної змови»), оскільки витрати на координацію та укладання контрактів на олігополістичні види діяльності є вищими, ніж витрати на їх інтерналізацію [152].

Продовження табл. 1.12

Синергія відносин	Дослідження міжфірмових відносин визнають, що цінність може виникати з активів, якими спільно користуються інші фірми [153]. Така цінність включає специфічні активи партнера, такі як взаємна довіра, процедури управління, можливості укладання контрактів або можливості обміну знаннями [164]. В наслідок об'єднання бізнесів Покупця та Таргета може виникнути додаткова цінність у взаємодії з іншими окремими партнерами на яких впливає угода [155]. Подібно до синергії ринкової влади, переваги від відносин роблять взаємодію з іншими фірмами більш прибутковою. Але вони відрізняються двома способами. По-перше, регулюється обмін, що створює відносну ренту кооперативно, а не конкурентно. По-друге, синергія ринкової влади дає Покупцеві владу над контрагентом (нульова сума), тоді як синергія відносин дозволяє обом сторонам створювати та привласнювати більше вартості.
Мережева синергія	Дослідження показали, що Покупець може прагнути до «мережевої синергії», придбавши Таргета, чия мережа альянсів, у поєднанні з можливостями Покупця ставить об'єднану компанію в покращену структурну позицію [156]. Мережевий синергізм обумовлений двома видами змін: успадкуванням нових зв'язків, які Таргет привносить у вже існуючу мережу Покупця (додаткове); або усунення зайвих зв'язків, які були спільними для Покупця та об'єкта (віднімання) [157]. У першому випадку цінність походить від нових мережевих ресурсів. У другому випадку цінність виникає через більшу ексклюзивність доступу до мережевих ресурсів. Мережева синергія посилює переваги від індивідуальних прямих зв'язків. Мережевий синергізм покращує позицію Покупця в мережі, яка охоплює всі прямі та непрямі зв'язки об'єднаних компаній.
Неринкова синергія	Крім взаємодії з діловими партнерами, фірми взаємодіють з різними зацікавленими сторонами в неринковому середовищі [158]. Ці «другорядні» зацікавлені сторони зазвичай не мають офіційних контрактів з фірмою, але хороші відносини з ними створюють економічна цінність через легітимність [159]. Це джерело цінності є нетривіальним і відрізняється від інших джерел, як все частіше показують дослідження з управління зацікавленими сторонами, корпоративної соціальної відповідальності і соціальних рухів [160-161]. Неринкові стейкхолдери впливають на синергію злиттів і поглинань, оскільки «поглинання об'єднують багато зацікавлених сторін» [162] і дають можливість переглянути очікування та правила взаємодії з цими стейкхолдерами [163]. Дослідження розрізняють зацікавлені сторони (наприклад, громади, торгові асоціації, некомерційні організації) і соціальні питання (наприклад, навколишнє середовище, різноманітність, права людини).

Джерело: сформовано автором на основі [151-163]

У наукових дослідженнях фокус робиться на дослідженні внутрішніх синергій. Створення цінності за рахунок внутрішніх активів (наприклад, персоналу, інтелектуальної власності або каналів розподілу) часто вимагає поєднання систем, культур і організацій, які можуть дуже відрізнятися на момент початку інтеграції [163-164]. Мережева синергія вимагає ще більшої інтеграції, оскільки вона включає

розвиток довіри з зовнішньою третьою стороною на додаток до звичайного процесу внутрішньої інтеграції. Ззовні фірма повинна розвивати або зміцнювати відносини з кожним партнером. Якщо раніше партнер взаємодіяв із Покупцем або Таргетом окремо, об'єднана фірма повинна освоїти або оновити існуючі процедури відносин.

Неринкова синергія передбачає як внутрішню, так і зовнішню інтеграцію, остання з яких вимагає особливо багато часу. Внутрішньо фірми повинні рекомбінувати свої різні системи «корпоративної дипломатії» [165]. Ззовні фірми повинні брати участь у тривалому процесі створення довіри та репутації серед неринкових зацікавлених сторін. В рамках цієї синергії компанія виходить за рамки бізнесових відносин. Зацікавлені сторони насторожено ставляться до мотивів співпраці з боку фірми, часто висуваючи заяви щодо меркантильних цілей, які намагаються досягти компанії [166].

Після завершення угоди синергія ринкової влади, як правило, потребує меншої інтеграції, ніж інші. Зовнішня конкурентна взаємодія не потребує інтенсивного зміцнення довіри чи координації, а внутрішня інтеграція може знадобитися, але не є ключовою для прибутковості. У випадку придбання з ціллю усунення конкурента з ринку, Покупець продовжує свої існуючі операції та просто припиняє діяльність об'єкта [167].

Зростання влади на ринку захищає Покупців від конкуренції. Це може призвести до додаткових синергій, дозволяючи Покупцеві витрачати більше ресурсів на внутрішню діяльність і на побудову зовнішні відносини [168]. Але це також може призвести до диссинергії через зменшення стимулів інвестувати в діяльність і відносини, які створюють цінність за допомогою інших засобів, наприклад, зниження мотивації працівників до інновацій [169]. Завоювання ринкової влади шляхом придбання також може мати негативні наслідки легітимності для неринкових зацікавлених сторін.

Неринкова синергія може генерувати додаткову синергію, коли підтримка впливових зацікавлених сторін узаконює ринкову діяльність фірм (внутрішню чи зовнішню).

При визначені ціни транзакції зазвичай враховуються тільки синергії, які можна достовірно квантифікувати. Переважно це є синергії витрат. Всі інші види синергій можуть враховуватися при прийнятті рішення щодо купівлі, проте, враховуючи складність розрахунку вони дуже рідко враховуються безпосередньо в ціні транзакцій. Таким чином, виникає сумнів, щодо подальшої уваги, яка приділяється їх реалізації, проте їх реалізація може значно підвищити успішність транзакції.

В операції злиття та поглинання закладено значний рівень ризику, який постає, як з факту наявності значного рівня інформаційної асиметрії так і недосконалості підходів до аналізу та оцінювання доступної інформації.

Загалом, причини невдачі M&A, тобто ситуацій, коли ризики реалізувалися й мали негативні наслідки, визначені попередніми дослідженнями, поділимо на три групи [170]:

- неправильно обраний Таргет (порушена стратегічної логіки),
- помилки в процесі інтеграції бізнесів (порушення організаційної системи),
- завищена ціна угоди (порушення фінансової логіки).

Серед проблем реалізації синергій за Фісером К. виділено [171]:

- Синергія визначена занадто вузько та/або занадто широко. Керівництво не турбується про те, щоб визначити та оцінити синергію такою, якою вона є, оскільки потрібно докласти певних зусиль, щоб виміряти та відслідковувати її після закриття угоди.
- Втрата вікна можливостей. Чим більше часу минає після закриття угоди, тим важче вловити синергію. Якщо через 18-24 місяці після злиття та поглинання не буде досягнуто синергії, ймовірність завершення роботи значно зменшиться, оскільки люди не залишатимуться зосередженими та незабаром повернуться до ситуації, яка була до злиття та поглинання.
- Неправильне або недостатнє використання стимулів. Керівництво часто використовує різні стимули для досягнення корпоративних цілей, те ж саме слід робити щодо роботи, пов'язаної з реалізацією синергії. Стимули мають бути зрозумілими та точними з прямим зв’язком із бажаними досягненнями. Якщо це

буде зроблено, керівництво не лише продемонструє важливість досягнення синергії, але й встановить стандарти для того, як її слід досягти.

- Відсутність належних людей, залучених до захоплення синергії. Керівництво має займатися загальним впровадженням синергії, але фактичні процеси та практичні зміни в організації найкраще виконуються працівниками, які знають роботу. Оскільки працівники, швидше за все, володіють процедурами найкращої практики, а також менш критичні, їхні результати будуть кращими, ніж якби люди з меншими знаннями намагалися досягти того, про що вони мало знають.
- Невідповідність культур і систем. Оскільки одним із факторів успіху досягнення синергії є робота з вимірюваними цілями, це вимагає, щоб організації мали здатність керувати цілеспрямованими робочими процедурами. Якщо організація не звикла працювати з показниками ефективності, ймовірно, виникнуть перешкоди. Ключовим є досягнення бажаних результатів у існуючих системах і процесах, наприклад, шляхом інтеграції в бюджет.
- Використання неправильних процесів. Ідентифікація, кількісна оцінка, оцінка та встановлення пріоритетів не повинні існувати лише на папері. Для справжнього досягнення чогось відповідні системи відстеження, де цільові показники синергії пов’язані з відповідними фінансовими планами, які враховують часові рамки, полегшать робочі процеси, пов’язані зі синергією, і допоможуть уникнути перешкод.

Проблеми вартості з синергією мають більше сенсу, якщо розглянути їх у ширшому контексті, з позицій вартості грошей у часі. Чим швидше можна реалізувати синергію, тим вище ймовірність успіху. Чим складніші синергії, тим ширші часові рамки та нижча ймовірність успіху. Визначення періоду, який необхідний для реалізації синергій і визначення ймовірність їх успішної реалізації дає можливість більш коректно оцінити справжню цінність синергії для Покупця [172].

Отже, використання екосистемного підходу в координації та управлінні процесом дозволить:

- підвищити рівень об’єктивності управлінських рішень щодо угоди;
- ефективно керувати витратами пов’язаними з процесом M&A;

- коректно визначити і досягнути синергії при поєднанні активів компаній.

Фінансовий контролінг M&A сприяє структуризації, координації, оптимізації та ефективному використанню ресурсів та інформації в межах компанії. Наявність об'єктивної, структурованої та актуальної інформації дозволяє приймати більш точні та коректні рішення менеджменту компанії.

Серед потенційних негативних наслідків можливі додаткові витрати на побудову та реалізацію функції контролінгу, необхідний час для побудови та запуску в роботу, а також на організаційні та поведінкові зміни, потенційну надмірну стандартизацію та бюрократизацію процесів.

Усвідомлене використання коректних інструментів в рамках процесу злиття та поглинання сприятиме оптимізації управлінських рішень, зменшить ризики пов'язані з угодою та потенційно підвищить рівень успішності угод.

Висновки до розділу I

1. Попри поширеність угод злиття та поглинання, як інструменту неорганічного зростання компаній до тепер не існує єдиного визначення даного поняття. Різноманіття підходів до визначення породжує різні трактування поняття. Нами розглянуто варіанти сформульовані в наукових працях. На нашу думку ключові відмінності полягають у розгляді поняття злиття та поглинання у широкому та вузькому сенсі. В широкому сенсі в рамках визначення включають окрім безпосередньо злиття та поглинання, також купівлю активів та різні види бізнес-партнерств, наприклад, франчайзинг, аутсорсинг, Joint ventures, об'єднання підприємств для реалізації дослідницьких проектів, тощо. При розгляді поняття у вузькому сенсі також наявні розбіжності в деталях, які зумовлюють поділ транзакцій між терміном «злиття» та терміном «поглинання».
2. Аналіз існуючих досліджень щодо ефективності транзакцій злиття та поглинання доводить, що переважна більшість угод не досягає поставлених цілей та не приводить до зростання вартості бізнесу, а часто й спричинює руйнування. Відповідно до результатів існуючих досліджень, від 50% до 80% угод злиття та поглинання є неуспішними. Значний діапазон пов'язаний з різними підходами до

розрахунку успішності та різниці у вибірках, які використовують різні науковці (часові рамки, географічні межі, типи транзакцій та підприємств, тощо). Варто зазначити, що в ході подібних досліджень використовують переважно публічну доступну інформацію, окрім того відсутній доступ до інформації щодо цілей компаній в рамках кожної конкретної угоди. Нечисленні дослідження, які базуються на опитуванні експертів показують також низький рівень успішності транзакцій. Нами було проведено опитування експертів в сфері інвестування, зокрема й злиття та поглинання, за результатами якого було виявлено, що 58% носіїв рішень та аналітиків/консультантів оцінюють, що менше 60% проведених угод є успішними.

3. Розуміння процесу злиття та поглинання дозволяє більш ефективно приймати рішення щодо транзакцій, оптимально управляти ресурсами та сприяє нівелюванню ризику втрати вікна можливостей, який часто призводить до нереалізації синергій та неуспішності реалізованих транзакцій. На основі аналізу існуючих в науковій літературі підходів до структуризації процесів злиття та поглинання, нами виділено слабкі місця, які притаманні переважній більшості позицій, зокрема це розгляд процесу на найвищому рівні, відсутність акцентів на окремих важливих етапах угоди, неврахування фактору часу та відображення етапів процесу, як послідовних, хоча не всі вони є такими. Нами запропоновано підхід до структуризації процесу, який включає одинадцять етапів, враховує фактор часу та може сприяти покращенню розуміння процесу потенційними учасниками угоди. Також, нами сформовано деталізований перелік завдань, які стоять на кожному з етапів.
4. Процес прийняття управлінського рішення нерозривно пов’язаний з людиною, як носієм рішення. Вченими доведено, що наявні когнітивні бар’єри, які суттєво впливають на рішення людини. Дослідження доводять, що когнітивні бар’єри діють також і при прийнятті управлінських рішень щодо злиття та поглинання компаній. Серед таких бар’єрів виділено наступні: самовпевненість, упередження підтвердження (Confirmation bias), групове мислення (Groupthink), упередження доступності (Availability bias), ефект Гало (Halo effect), тощо.

5. Досліджуючи вплив суб'єктивних факторів на процес прийняття інвестиційних рішень ми виявили, що 80% носіїв рішень та 86% аналітиків/консультантів підтверджують вирішальний вплив суб'єктивних факторів на прийняте інвестиційне рішення. 47% носіїв рішень та 52% аналітиків/консультантів вказали на те, що фінальні рішення часто відрізняються від рекомендацій аналітиків. Також, близько 90% носіїв рішень та 75% аналітиків/консультантів підтвердили, що аналітики формують фінальні результати свого аналізу під заздалегідь визначене рішення.
6. Позбутися когнітивних бар'єрів та упереджень не можливо. Проте, їх розуміння та визнання допомогають обмежити негативні впливи на процес прийняття рішень. В рамках Концепту фінансового контролінгу транзакцій злиття та поглинання запропоновано інструменти, що здатні управляти даним блоком питань, а саме Контролінг поведінки учасників процесу злиття та поглинання. Завданнями цього блоку є координація діяльності учасників фінансових відносин та попередження опортуністичної поведінки агентів, відповідальних за прийняття рішень. Запропоновані методи до використання включають: схеми мотивації (groves, profit-sharing), контроль, KPIs, тощо.
7. На основі проведеного аналізу наукових досліджень, інформації наданої експертами-практиками здійснено порівняльну характеристику ключових потенційних напрямків здійснення інвестиційної діяльності компаніям, серед яких: капітальні інвестиції, стратегічні альянси та партнерства, R&D та злиття та поглиання. Порівняння здійснювалося за такими критеріями: складність процесу, рівень ризику, тривалість реалізації, ключові цілі, тощо. В результаті було зроблено висновок про високу ризиковість, комплексність та унікальність злиттів та поглинань, як напрямку інвестиційної діяльності компаній.
8. Визначені напрямки підвищення успішності угод злиття та поглинання пов'язані із імплементацією інструментарію контролінгу. У загальному вигляді, завданнями контролінгу злиття та поглинання сформулюємо наступним чином:
   - координація процесу злиття та поглинання (як на стратегічному, так і на операційному рівнях);

- інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод M&A;
- оцінювання ризиків, контроль та моніторинг процесу здійсненної угоди.

9. Нами запропоновано Концепт фінансового контролінгу, використання якої на підприємствах забезпечить координацію процесу злиття та поглинання, інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод злиття та поглинання, оцінювання ризиків, розрахунок синергій, контроль та моніторинг результатів здійсненної угоди. Ключовими елементами Концепту фінансового контролінгу визначено: Стратегія M&A, Передаквізаційний аналіз та контролінг ризиків, Контроль та моніторинг процесу, Стратегія інтеграції Таргет-компанії в структуру компанії-Покупця, Моделювання фінансування транзакції, Контролінг поведінки учасників процесу. Особливістю Концепту є те, що окремі завдання контролінгу можуть здійснюватися самостійно Покупцем або ж незалежними консалтинговими компаніями на умовах аутсорсингу. Нами сформульовано ключові завдання та інструменти, які можуть застосовуватися в розрізі кожного з елементів Концепту. З нашої точки зору, усвідомлене використання коректних інструментів в рамках процесу злиття та поглинання сприяє оптимізації управлінських рішень, зменшує ризики пов’язані з угодою та потенційно підвищують рівень успішності угод.
10. Визначено, що в сучасних умовах підвищеної взаємозалежності елементів та нестабільності навколишнього середовища саме екосистемний підхід до розуміння, аналізу та управління діяльністю підприємств надає достатній рівень гнучкості, достовірності та повноцінності інформації та логіці сприйняття для прийняття коректних управлінських рішень. В результаті проаналізованих досліджень визначено, що під екосистемним підходом до аналізу найчастіше розуміють аналіз об’єкта дослідження/управління як сукупності елементів, як внутрішнього, так і зовнішнього середовища, їх взаємозв’язків та впливів. Серед ключових характеристик екосистеми виділено наступні: самоорганізація, непередбачуваність, адаптивність та гнучкість, унікальність та неможливість реплікації, саморегуляція, відсутність ієрархії, нелінійність процесів тощо.

11. Одним з ключових аспектів, що має вплив на ціну транзакції і подальшу її успішність є коректна ідентифікація, розрахунок та реалізація синергій. Нами розглянуто та надано характеристику ключових джерел виникнення синергій, а саме ринкову владу, витрати, доходи та нематеріальні активи. Окремо, досліджено ключові типи синергій: внутрішні, ринкові, синергії відносин, мережеві та неринкові типи синергій. Визначено, що переважно на ціну транзакції мають вплив розраховані синергії витрат, всі інші, хоча і мають вплив на рішення, проте переважно не враховуються в ціні угоди. Виникає питання, щодо зусиль та уваги, які приділяються на інтеграційному етапі для реалізації таких синергій.
12. Запропоновано використання екосистемного підходу в ході процесу злиття та поглинання в трьох аспектах: в ході аналізу Таргет-компанії, під час розробки інтеграційної стратегії та в рамках планування та управління самим процесом злиття та поглинання. Використання екосистемного підходу здатне підвищити точність та адекватність аналізу Таргет-компанії, ідентифікації як потенційних синергій, так і ризиків, реалізація яких може мати критичний вплив на результати транзакції. Комплексність екосистемного підходу дозволяє отримати більш достовірну інформацію, що дає можливість приймати коректні управлінські рішення. Також, виявлено, що взаємодія учасників процесу злиття та поглинання, особливо на великих транзакціях має ознаки екосистеми, відповідно використання екосистемного підходу до планування, аналізу та управління процесом матиме переваги для ключових сторін угоди, зокрема такі, як підвищення ефективності управління витратами та часовими рамками процесу.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [78;129;130].

РОЗДІЛ 2

ПЕРЕДІНВЕСТИЦІЙНИЙ АНАЛІЗ З ВИКОРИСТАННЯМ ЕКОСИСТЕМНОГО ПІДХОДУ ДО ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ

2.1. Екосистемний та стратегічний аналіз інвестора та визначення необхідності в операції злиття та поглинання

ТОВ СП «Нібулон» працює на ринку України тридцять три роки. З 1991 року колектив компанії створив одного з найбільших агро експортерів країни, компанію, яка до початку повномаштабного вторгнення була лідером галузі, реалізувала амбітні проекти, посилювала свою незалежність та автономність, прагнучи забезпечувати найвищу якість та точність у взаємодії зі стейкхолдерами, посилюючи власний авторитет на локальному та міжнародному ринку і забезпечуючи стабільне та динамічне зростання бізнесу.

Повномаштабне вторгнення РФ в Україну для ТОВ СП «Нібулон» стало не тільки реалізацією геополітичного ризику, який привів до загибелі, поранення, мобілізації, вимушеного переміщення працівників, втрати активів (земель, елеваторів, контрагентів), закриття критично важливих для бізнесу логістичних шляхів (заборона використання річок Південний Буг, Інгул, Дніпро, блокада виходу в Чорне море), постійний ризик нових майнових втрат, знецінення національної валюти, та інші негативні фактори, які так чи інакше вплинули на весь агросектор, особливо на Сході, Півдні та в Центрі України, для компанії це стало причиною втрати засновника та лідера, який від самого створення компанії був ключовим центром генерування ідей та шляхів подальшого розвитку бізнесу та прийняття рішень Олексія Вадатурського було вбито разом з дружиною в їх будинку прямим попаданням ракети 31 липня 2022 року [173].

З липня 2022 року ТОВ СП «Нібулон» проходить через структурні та стратегічні трансформації, які навіть в умовах стабільного і безпечного середовища функціонування є дуже ризиковими та складними для компаній, а враховуючи

особливості поточної ситуації в країні, складність процесу та ризиковість багаторазово зростають. Відповідно до заяв поточного CEO компанії - Андрія Вадатурського, вибір стояв між банкрутством або докорінними змінами, які дозволять протистояти викликам, створеним російською агресією [174].

Основним напрямком діяльності компанії є експорт аграрної продукції з України: пшениці, ячменю, кукурудзи, ріпаку, соняшнику, сорго та сої. Інші напрямки роботи компанії це логістичний, елеваторний, агровиробництво (включаючи тваринництво), суднобудування, пасажирські перевезення та гуманітарне розмінування. Деталі кожного з напрямів див. табл. 2.1. Для забезпечення ефективного здійснення експортних продажів компанією було побудовано унікальну операційну систему (рисунок. 2.1) [175].

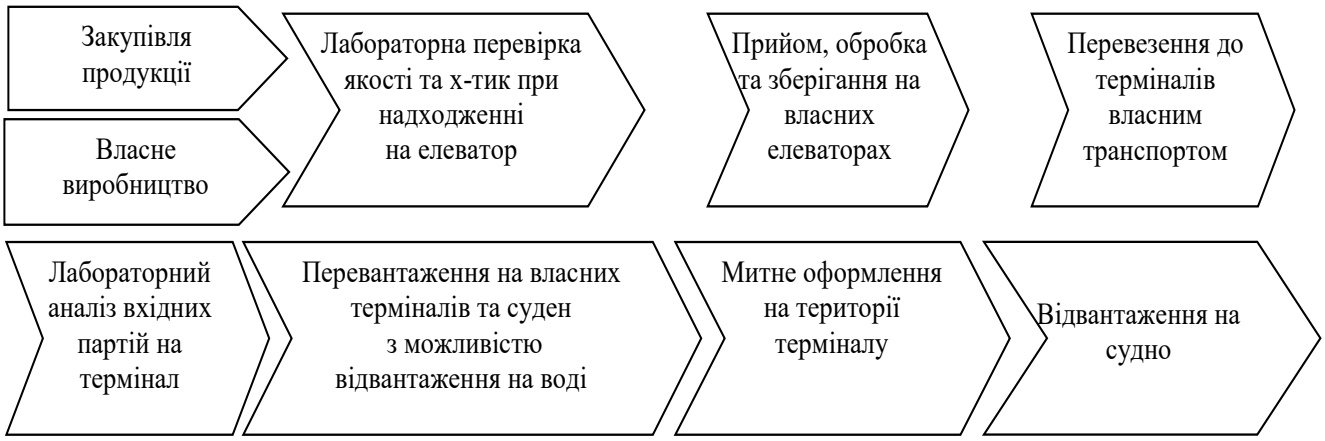

Рис. 2.1. Спрощена операційна модель ТОВ СП «Нібулон»

Джерело: складено автором на основі [175]

Основними конкурентними перевагами компанії виділимо наступне:

- широко розгалужена система власних елеваторів, яка надає можливість бути логістично більш доступними для виробників аграрної продукції; контролювати набір сільськогосподарських культур, їх якість та об’єми; продавати тоді, коли ціна є більш вигідною.

- власні високоякісні лабораторії надають можливість швидко та якісно виконувати всі необхідні аналізи та гарантувати необхідну якість продукції. За рахунок цього пришвидшується процес, знижується ризик невиконання контрактів та штрафних санкцій, підвищується авторитет компанії на ринку.

- наявність власного флоту, що значно скорочує логістичні витрати, дає можливість запропонувати вищу ціну виробникам, водні перевезення є одними з найекологічніших видів, компанія не залежить від інших перевізників, що кардинально змінює її можливості в позитивний бік.

- наявність власних потужних перевантажувальних терміналів (і наявність спеціальної техніки, яка здатна перевантажувати продукцію з барж на кораблі на воді) це надає можливість скорочувати витрати та підвищувати гнучкість та ефективність за рахунок повного контролю над процесом, обладнанням, часом та якістю роботи співробітників.

- налагоджена робота з державними органами, розуміння експортних процесів з точки зору вимог локального законодавства та норм міжнародного права – це ще один вагомий аспект безперебійності та ефективності процесу.

- наявність широкої мережі покупців та участь у міжнародних програмах (в тому числі й в UN WFP). Це дозволяє бути надійним партнером для українських аграріїв та пропонувати їм вигідні ціни.

- наявність власного агровиробництва та власного суднобудівного заводу це критичні аспекти автономності, гнучкості та запорука подальшого сталого розвитку компанії. Адже власне агровиробництво дозволяє окрім додаткового заробітку, також, страхувати виконання експортних контрактів за якими було ідентифіковано певні ризики. Наявність власного суднобудівного заводу це можливість збільшувати власний флот без втрати якості, проте з контролем над витратною частиною, контролем за якістю та розумінням власних потреб і контролем часу виконання. Окрім того, суднобудівний завод також надає послуги ремонту та технічних оглядів. Враховуючи розмір флоту компанії використання власних потужностей для цих задач також приводить до гнучкості в термінах прийому суден та виконання робіт, а також до певної економії на витратах.

Таблиця 2.1

Характеристика ключових напрямків роботи ТОВ СП «Нібулон»

Напрям діяльності	Характеристика
1	2
Експортна діяльність	- лідер серед експортерів агро продукції в Україні - Експорт у 75 країн світу - 3 500 господарств охоплено договорами поставки - частка експорту в загальній структурі України склада 6% у 2023/2024 маркетинговому році. - учасник програми ООН з продовольчої безпеки - експортується 7 культур (пшениця, кукурудза, ячмінь, соняшник, соя, рапс та сорго) - рекордний експорт 5 645 млн. тонн на рік - переваги для агровиробників: гарантований канал експорту, надійність, зручність, прибутковість, інноваційність - переваги для покупців: управління якістю, гарантована поставка, гнучкість
Аграрне виробництво	- земельний банк 76,6 тисяч гектарів (23 тис. га. на окупованих територіях) - виробнича потужність – 350 000 тонн на рік - 4 кластери в 6 регіонах України - парк техніки з 40 комбайнів, 47 важких тракторів - 1 550 одиниць с/г обладнання - 4 молочнотоварні ферми – 1 000 голів великої рогатої худоби - наявне виробництво молока та ковбас (в процесі пошуку покупця)
Логістика	- власний флот з 83 суден (буксири, баржі, плавкрани, пасажирські судна, спеціальна техніка) - 100 вантажівок - 3 локомотиви - 212 вагонів - послуги: вантажні перевезення, пасажирські перевезення, зовнішньоекономічна діяльність (експедирування, митне оформлення), послуги морегосподарського комплексу (забезпечення роботи, обслуговування та ремонту водного транспорту, повний цикл організації та супроводу водних перевезень) - переваги: досвід, комплексний підхід, контроль якості, оперативний доступ до інформації (на щоденній основі)

Продовження табл. 2.1

1	2
Складська діяльність	- перевантажувальний термінал у м. Миколаєві – 47,5 тис. тонн на добу відвантаження на водний транспорт (робота заблокована через військові дії) - 12 водних елеваторів – 8 тис. тонн на добу (включно з окупованими підприємствами) - 15 лінійних елеваторів – 4 тис тонн на добу (включно з окупованими підприємствами) - 66 тис. тонн на добу загальна потужність сушіння - 2,04 млн. тонн – загальна потужність одночасного зберігання - основні послуги: повний цикл зберігання, доробки та перевалки зернових; наявні додаткові послуги, послуги лабораторії. - всього 28 елеваторів (включно з окупованими територіями) - переваги: зручне розташування, безпечне зберігання, контролі якості, унікальні лабораторні дослідження,
Суднобудівний/ремонтний завод	- виробничі потужності – до 10 нових суден на рік - 76 700 кв.м площа заводу - 15 тис. тонн в рік – потужності металообробки -1,5 – 10 тис. тонн – діапазон вантажопідйомності побудованих суден - 500 – 35—к.с. – діапазон потужності буксирного флоту - параметри найбільшого судна 140 м. на 28 метрів - максимальна вага суден, які спускаються на сліпі – 2 500 тонн - виготовляються самохідні судна, несамохідні судна, пасажирський транспорт, буксири, спеціальні судна - переваги: повний цикл, відповідність міжнародним стандартам якості ISO, технічне обслуговування
Гуманітарне розмінування та пасажирські перевезення	- 12 саперів, кваліфікація яких відповідає державним вимогам - 4 машини GCS 200 для механізованого розмінування - 4000 га сільськогосподарських земель повернуто в економіку станом на травень 2024 р. - заплановані інвестиції в напрям розмінування – 9,6 млн. євро - переваги: досвід, кваліфікація, підхід, оснащення - Пасажирські сполучення забезпечуються 7 років - за один рейс є можливість перевезення 53 пасажирів - 4 високошвидкісні пасажирські судна на підводних крилах - 3 причали (побудовані для збереження екосистеми та біорізноманіття акваторії)

Джерело: побудовано автором на основі [175]

Описаний вище підхід доведення операційної діяльності забезпечив компанії виручку протягом 2019-2020 фінансових років на рівні 26-28 млрд. грн. Рекордний дохід протягом аналізованого періоду зафіксовано в 2021 році 41 млрд. грн. (табл. 2.2). Валовий прибуток коливався на рівні 1-1,9 млрд. грн. (за вийнятком 2023 року, коли валовий прибуток досяг 3 млрд. грн.). Чистий фінансовий результат компанії коливався у межах 1,2-1,3 млрд. грн. У 2019 та 2021 роках. У 2020 році через

обмеження введені в ході пандемії COVID-19 компанія закінчила рік зі битком у 1,7 млрд. грн. У 2022 році початок повномасштабного вторгнення РФ в Україну та загибель власника та керівника компанії призвели до збитку – 9,5 млрд. грн. З липня 2022 року у компанії змінилося керівництво, підходи до управління, впроваджено програми оптимізації витрат, зменшено кількість персоналу. Такі заходи, разом з сприятливими цінами на аграрну продукцію на світових ринках привели до зростання валового прибутку до рівня 3 млрд. грн., та фінансового результату операційної діяльності на рівні 2,4 млрд. грн. (найвищий в рамках досліджуваного періоду), високі фінансові витрати спричинили чистий фінансовий результат на рівні 309 млн. грн. (збиток 9,5 млрд. грн. У 2022 році). Детальний звіт про прибутки та збитки представлено в Додатку Ї.

Таблиця 2.2

Звіт про прибутки та збитки ТОВ СП «Нібулон» 2019-2023, млн. грн.

Показники	**2019**	**2022**	**2023**	**2022 vs 2019**	**2023 vs 2019**	**CAGR 2019-2023**
Чистий дохід від реалізації	27 667	15 181	22 901	*-45%*	*-17%*	*-5%*
Собівартість реалізації	-25 732	- 14 047	- 19 684	*-45%*	*-24%*	*-6%*
Валовий прибуток	**1 935**	**1 134**	**3 218**	***-41%***	***66%***	***14%***
Операційні витрати	- 1 229	- 4 584	*- 1 495*	*273%*	*22%*	*5%*
Інші операційні доходи	72	212	724	*192%*	*898%*	*78%*
Фінансовий результат від операц. діяльності	**779**	**- 3 238**	**2 446**	***-516%***	***214%***	***33%***
Інші доходи	1 375	0	151	*-100%*	*-89%*	*-42%*
Інші витрати	- 557	- 6 295	- 2 287	*1 031%*	*311%*	*42%*
Фінансовий результат до оподаткування:	**1 597**	**- 9 532**	**309**	***-697%***	***-81%***	***-34%***
Податок на прибуток	- 239	- 18	-	*-92%*	-	-
Чистий фінансовий результат	**1 358**	**- 9 551**	**309**	***-803%***	***-77%***	***-31%***

Джерело: сформовано автором на основі [175]

Протягом 2019-2021 років чисті активи компанії знаходилися на рівні 12-14 млрд. грн. (табл. 2.3). У структурі активів необоротні активи складають 64%-76% протягом всього періоду аналізу. Підвищення обсягів продажу та зміна умов роботи з окремими клієнтами привели до зростання запасів та дебіторської заборгованості у

2021 році на 125%. Порушення ковенант призвели до переведення кредитів у статус короткострокових, проте компанія змогла отримати листи-відмови від кредиторів щодо вимоги дострокового погашення заборгованості. У 2023/2024 роках компанія отримала згоду на реструктуризацію своїх зобов'язань за кредитами. У 2022 році зниження рівня дебіторської заборгованості (на 2 млрд. грн.) та запасів (на 5 млрд. грн.), зниження балансової вартості основних засобів (на 3 млрд. грн.), разом зі зростанням короткострокової заборгованості за кредитами банків (на 6 млрд. грн.) призвели до зниження чистих активів до 3 млрд. грн. У 2023 році за рахунок зниження кредиторської заборгованості чисті активи зрослі до 4 млрд. грн. Зростання грошових коштів на рахунках компанії у 2023 році пов'язано з отриманням кредиту, що підтверджується зростання короткострокових зобов'язань за кредитами на співставну суму. Детальний звіт про фінансовий стан представлено в Додатку І.

Таблиця 2.3

Звіт про фінансовий стан ТОВ СП «Нібулон» 2019-2023, млн. грн

Показники	**31 грудня 2019**	**31 грудня 2022**	**31 грудня 2023**	**2022 vs 2019**	**2023 vs 2019**	**CAGR 2019-2023**
Необоротні активи	22 712	21 402	21 118	*-5,8%*	*-7,0%*	*-1,8%*
Оборотні активи	6 983	6 866	7 141	*-1,7%*	*2,3%*	*0,6%*
Довгострок. зобов. і забезп.	- 8 873	- 2 551	- 2 394	*-71,2%*	*-73,0%*	*-27,9%*
Поточні зобов. і забезп.	- 8 678	- 22 691	- 22 196	*161,5%*	*155,8%*	*26,5%*
Чисті активи	**12 143**	**3 025**	**3 669**	***-75,1%***	***-69,8%***	***-25,9%***

Джерело: сформовано автором на основі [175]

Структура операційних витрат до війни залишалася стабільною. Починаючи з 2022 року частка заробітної плати значно зменшилася (з 24% у 2021 до 14% у 2022), натомість значно зросла частка інших операційних витрат (з 25% у 2021 році до 48% у 2022) Таблиця 2.4.

Таблиця 2.4.

Елементи операційних витрат ТОВ СП «Нібулон» , млн. грн.

Показники	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Матеріальні затрати	1 686	853	968	647	821
Витрати на оплату праці	1 037	1 140	1 234	792	1 031
Відрахування на соціальні заходи	222	248	269	173	212
Амортизація	1 177	1 251	1 390	1 278	1 159
Інші операційні витрати	1 202	1 117	1 263	2 622	2 765
Всього	**5 327**	**4 611**	**5 126**	**5 514**	**5 991**

Джерело: сформовано автором на основі [175]

Показники оборотності знаходяться в нормальних межах, враховуючи операційну специфіку компанії (табл. 2.5). Зниження оборотності дебіторської та кредиторської заборгованості у 2021 році пов’язано з різким зростанням обсягів продажу та зміною умов співпраці з окремими контрагентами. Низький рівень оборотність кредиторської заборгованості пов’язаний з відтермінуванням платежів по деяким контрактам, враховуючи умови функціонування бізнесу. Низький рівень оборотності запасів у 2022 році був спричинений неможливістю ефективно відвантажувати продукцію через блокування логістичних маршрутів.

Показники ліквідності знаходяться на дуже низькому рівні, через високий рівень короткострокових кредитів, які спрямовані на капітальні цілі. Є підстави стверджувати, що такі умови підтримувалися керівництвом компанії спеціально задля збереження компанії від рейдерського захоплення. По факту кредити було довгостроковими, але за умовне порушення ковенант, яке банк не сприймав, як критичне та не вимагав погашення боргу, проте мав право за умовами кредитного договору, в обліку та фінансовій звітності кредити відображалися, як короткострокові, оскільки юридично в будь-який момент кредитори могли запросити повернення всієї суми боргу.

Зростання коефіцієнту відношення боргу до капіталу у 2022 та 2023 роках пов’язано з непокритим збитком відображеним у капіталі, що відповідно підвищує коефіцієнт.

Таблиця 2.5

Ключові фінансові показники ТОВ СП «Нібулон», млн. грн.

Показники	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Показники оборотності					
Коефіцієнт оборотності ДЗ	4,39	1,23	15,79	2,60	1,62
Коефіцієнт оборотності КЗ	2,21	4,57	11,28	21,38	10,38
Коефіцієнт оборотності запасів	67,20	87,85	88,36	117,57	74,64
Показники маржинальності					
Коефіцієнт рентабельності валового прибутку	*7,0%*	*4,1%*	*3,7%*	*7,5%*	*14,1%*
Коефіцієнт рентабельності операційного прибутку	*2,8%*	*1,8%*	*4,4%*	*-21,3%*	*10,7%*
Коефіцієнт рентабельності чистого прибутку	*4,9%*	*-6,9%*	*3,2%*	*-62,9%*	*1,4%*
Показники ліквідності					
Поточні ліквідність	0,80	0,50	0,70	0,30	0,32
Швидка ліквідність	0,22	0,15	0,20	0,09	0,11
Абсолютна ліквідність	0,01	0,04	0,00	0,01	0,06
Показники платоспроможності					
Довгостроковий борг/Активи	0,30	0,11	0,06	0,07	0,08
Коефіцієнт відношення боргу до капіталу	1,45	1,75	1,81	8,34	6,70
Коефіцієнт загальної заборгованості	0,59	0,64	0,64	0,89	0,87

Джерело: сформовано автором на основі [175].

Частка ТОВ СП «Нібулон» в експорті України протягом 2019-2024 років коливалася у діапазоні 4% - 12%. Найвища точка була досягнута у 2019 маркетинговому році (з 1 липня по 30 червня) – 12%, найнижча у 2023 – 4%. У 2024 маркетинговому році частка компанії в сукупному експорті України становить 6,36%. У 2024 маркетинговому році компанія збільшила частку експорту через «зерновий коридор» з 2,96% (2023 МР) до 3,13%, а через порти на Дунаї з 11,64% (2023 МР) до 12,79% у 2024 МР.

Проаналізувавши фінансове становище компанії та фінансові результати її діяльності за останні п’ять років робимо висновок про високу ефективність наявної бізнес моделі та дійсно унікальні конкурентні переваги компанії, проте вплив війни та пов’язаних з нею обмежень на результати роботи компанії був негативним. Частина дій компанії по стабілізації фінансового стану була пов’язана з

реструктуризацією кредитного портфеля та оптимізацією витрат, вони привели до позитивних результатів операційної діяльності ТОВ СП «Нібулон» у 2023 році в порівнянні з 2022 та попередніми роками. Проте, наявної інформації для впевненого прогнозування продовження зростання у наступних періодах, недостатньо.

Нами було проведено аналіз діяльності підприємства з використанням екосистемного підходу на основі публічної інформації. Серед ключових елементів екосистеми ми виділили наступні: персонал, покупці, постачальники с/г продукції, власники землі, державні органи, кредитори, громади, ЗМІ, партнери, конкуренти, освітні та наукові установи, навколишнє середовище. Сукупність цих елементів, взаємозв'язки між ними дозволяють компанії успішно функціонувати, розвиватися та зростати. Розглянемо окремо кожен з елементів.

Персонал. Персонал має безпосередній вплив на фінансовий стан та перспективи розвитку компанії. Саме люди є основою компанії та її рушійною силою. Станом на 2024 рік у компанії працює 3 500 працівників (у 2020 – 7 000 тис працівників, у 2021 – 5 555 працівників). Найбільше працівників залучено у напрямку «Елеваторної промисловості» до 50% всього штату, більше 20% співробітників залучено до роботи в напрямку «Сільське господарство», інші поділяються між роботою у сегменті флоту та управління і торгівлі [175].

Відмінністю компанії є довгий термін роботи працівників (15+ років) в межах компанії та створення умов для їх зростання в середині групи. Одним з ключових пунктів у стратегії формування кадрового потенціалу компанії є залучення молодих спеціалістів та випускників ЗВО їх навчання та розвиток для потреб компанії.

Після загибелі керівника і власника компанії було повністю змінено все керівництво компанії, значну кількість посад посіли люди, які не працювали в компанії до війни. Ці рішення мають потенціал до позитивних змін, проте, несуть в собі значні ризики втрати конкурентних переваг групи, в тому числі, й у підходах до реалізації кадрової політики.

Ключовим ризиком для компанії є втрата кваліфікованої робочої сили, яка розуміє специфіку діяльності компанії, віддана її цінностям та цілям, й критично необхідна для успішного функціонування та подальшого розвитку підприємства.

Покупці. Без платоспроможного попиту на результати діяльності компанії її діяльність втрачає економічний сенс. Підтримка стійких відносин з клієнтами та збереження балансу сили в рамках переговорів є одними з стратегічних напрямків роботи компанії, задля досягнення запланованих цілей. За більш ніж тридцятирічну діяльність компанії в якості провідного експортера країни, було сформовано потужну базу міжнародних клієнтів. Компанія експортує продукцію в більш, ніж 80 країн світу [175].

Одним з важливих досягнень є офіційна багаторічна участь Нібулона у програмі UN – UN WFP. Ключовим напрямком зараз є підтримка наявних зв'язків та розширення географії поставок.

Постачальники с/г продукції. В структурі експорту компанії переважає продукція, що закуплена від постачальників (доля власного виробництва в експорті є досить незначною). Відповідно, компанія зацікавлена в закупівлі продукції відповідних характеристик та культур в необхідних обсягах. Саме налагоджені відносини з постачальниками дають можливість прогнозувати подальшу діяльність та до певної міри є базовою точкою відліку на шляху досягнення операційних та стратегічних цілей. Адже, без наявності продукції немає що продавати, а відповідно всі інші елементи конкурентної операційної моделі, яку створив Нібулон втрачають сенс. За даними компанії протягом 2022-2024 років відбувається співпраця з 2 661 фермером [175]. Це малі та середні фермерські господарства, які продають свої врожаї Нібулону для подальшого експорту.

Враховуючи широку мережу елеваторів компанії партнерствами охоплено не тільки південні регіони країни. Елеватори компанії розташовано в 12 областях України (найбільше в Миколаївський та Полтавській областях) [175].

На даному етапі критично важливим є підтримка фермерів та допомога їм відновити або продовжувати свою діяльність в надскладних умовах.

Власники землі. Власне агровиробництво підсилює фінансову стабільність компанії, надає можливість маневреності у виконанні міжнародних домовленостей. Якість відносин з орендодавцями землі є запорукою відносин, які необхідні для довготривалої оренди, яка дозволяє інвестувати у землю не використовувати її

екстенсивно, а дотримуватися графіку сівозмін, давати землі постояти під паром та оновити необхідні для вирощування культур ресурси. У сегменті агровиробництва компанія співпрацює з 15 096 орендодавцями з різних областей України. До початку війни ця кількість наближалася до 25 тис [175]. Значна кількість договорів та особливості взаємовідносин потребують уваги компанії для підтримки здорових партнерських відносин, контролю за виконанням умов договорів, управлінням власним земельним банком. Земельний банк компанії складає 51 908 тис. га, що дозволяє виробляти понад 320 тис. тонн зерна та олійних культур на рік. Більша частина земельного банку складається з орендованих земель.

Державні органи. Компанія Нібулон є великим підприємством, яке працює в декількох напрямках економічної діяльності, відповідно має потребу у тісній взаємодії з значною кількістю державних органів, зокрема: Міністерство аграрної політики та продовольства України (нещодавно змінено міністра), Міністерство з питань стратегічних галузей промисловості, Міністерство економіки, Міністерство захисту довкілля та природних ресурсів, Міністерство закордонних справ, Міністерство інфраструктури, Міністерство охорони здоров'я, Міністерство розвитку громад та територій, Міністерство у справах ветеранів, Міністерство юстицій, Державна митна та податкова служби, Державна служба морського та річкового транспорту, Державна служба України з питань безпечності харчових продуктів та захисту споживачів, Державна служба України з питань геодезії, картографії та кадастру, Державна служба геології та надр, Державна служба України з питань праці, Державна служба статистики, Державна служба експортного контролю, та інші.

Оскільки державні органи мають критично важливий вплив на роботу підприємства на його гнучкість та оперативність, то підтримка тісного контакту між ключовими відповідальними працівниками компанії та державних органів є необхідною для швидкого реагування на виклики сьогодення.

Кредитори. Кредитний портфель компанії сформовано за партнерства з близько 26 банківськими та небанківськими фінансовими установами, серед них Ощад банк, Кредитінвест банк, Укргазбанк, Кредобанк, Банк Восток, Кредіагріколь,

Укрексім банк. Грантову підтримку надають організації Данії (EIFO), Німеччини та інші. Значний внесок в розвиток компанії здійснив Міжнародний банк реконструкції та розвитку, зокрема й в рамках програми «Проект розвитку експорту», Європейський інвестиційний банк, Міжнародна фінансова корпорація, ING банк, Німецька інвестиційна корпорація (DEG), Датський банк розвитку підприємництва (FMO), та інші [175].

Також, відомо, що високий рівень закредитованості бізнесу (саме з залученням міжнародних кредиторів) допоміг компанії протистояти численним спробам рейдерських захоплень та іншим шляхам незаконного привласнення бізнесу певними особами. Це стало одним з факторів дуже успішного розвитку компанії та створення прикладу унікального підприємства на території України.

Громади. Враховуючи розташування елеваторних потужностей в 12 областях країни та високий рівень соціальної відповідальності, який пропагувався та підтримувався минулим керівником компанії, Нібулон реалізовував дуже масштабні та амбітні проекти, фундаментально покращували життя людей в громадах, де функціонувала компанія. Володіючи достатніми фінансовими ресурсами, і що важливо кваліфікованою робочою силою за різними напрямами, компанія мала можливість швидко, ефективно та за оптимальні кошти реалізовувати соціальні проекти. Прикладом може бути швидка (за 1 місяць) та дійсно фундаментальна робота проведена на початку епідемії COVID-19 для КНП «Миколаївський обласний центр лікування інфекційних хвороб», який був не придатний до функціонування й не готовий до епідемії, також було здійснено повне переоснащення і частково перебудову (капітальний ремонт будівлі, даху, замінено водопровід, каналізацію, вентиляційну систему, електромережі, облаштовано меблями, технікою та всім необхідним) інфекційного відділення №5 КНП «Миколаївський обласний центр лікування інфекційних хвороб» [175]. Це лише точкові приклади масштабних проектів, які реалізовувала компанія.

Критично важливим є продовження таких ініціатив, оскільки це формує не просто позитивне сприйняття, а підвищує стандарти життя людей, що здатне

підвищити й результативність компанії і безумовно підвищує довгострокову лояльність громад до діяльності компанії.

ЗМІ. Компанія з початку свого існування й до недавніх пір базувалася в Миколаївській області, головний офіс знаходився в Миколаєві (зараз його перенесено до Києва, задля безпеки працівників, проте, якщо після війни його не буде повернуто назад, то є ризик втрати зв'язку між керівництвом та великою частиною бізнесу. Реалії Києва дуже відрізняються від реалій «в полях». А робота виключно з фінансовими показниками та статистикою в київському офісі з точковими виїздами на «екскурсії» на елеватори чи в поля, не дасть достатнього заглиблення в специфіку роботи компанії та потреб людей, які там працюють. Основними ЗМІ, які активно пишуть про компанію є місцеві видання, наприклад, «Вечірній Миколаїв», «Південна Правда», « Рідне Прибужжя», «Миколаївські новини», «Південна Зоря», проте також й інші «Порти України», «Укрінформ», «Agravery», «Економічна правда», «Forbes», «Latifundist».

Переважно публікуються позитивні статті про досягнення компанії, а у разі невдач вони подаються з повагою і надією на знаходження шляхів відновлення. Проте, були й негативні варіанти публікацій та сюжетів, переважна більшість була проведена компанією через суд і в суді було підтверджено хибність поглядів журналістів (наприклад, справа проти журналістів 5 каналу у 2019 році).

Партнери. Серед партнерів компанії численна кількість міжнародних та українських компаній та організацій, зокрема USAAID, ST-Enterprise, виробники техніки с/г призначення, специфічної техніки для флоту, виробники добрив, постачальники палива, постачальники сучасних IT рішень для компаній агро індустрії, тощо [175]. Деякі з них є унікальними й без проектів чи підтримки з їх сторони компанія не змогла би ефективно та успішно реалізовувати власні ідеї.

Конкуренти. Ключовими конкурентами компанії в експортній діяльності є Kernel, МХП, LDC, Cargill, ADM. Ключовою конкурентною перевагою Нібулона є широка мережа елеваторів та власний флот. В умовах війни українські офіси міжнародних компаній отримують підтримку від глобальних офісів, в той час, як

українські експортери, такі, як Нібулон, змушені активно шукати шляхи для виживання та збереження своєї присутності на ринку.

Освітні та наукові установи. Компанія активно співпрацює з провідними університетами країни. Переважно південні регіони, зокрема, з грудня 2021 року підписано договір про впровадження дуальної форми освіти з Уманським національним університетом садівництва, за яким студенти мають можливість пройти практичне навчання на підприємствах Нібулону під керівництвом найкращих фахівців галузі. Підписано угоду про наукове, творче та виробниче співробітництво між Миколаївським національним аграрним університетом та компанією [175]. Компанія періодично закуповує техніку для університетів, проводить екскурсії для студентів, приймає їх на практику, пропонує працевлаштування. Працівники університетів залучаються для реалізації проектів з вирішення проблемних питань, які постають в процесі розвитку компанії, розробок нових підходів та методів до виконання завдань.

Навколишнє середовище. Діяльність компанії відбувається у різних сферах і таким чином здійснюючи вплив на навколишнє середовище. Будучи агро виробником, компанія здійснює обробіток землі, відповідно залежить від якості грунтів і відповідає за свій вплив на них; маючи свій флот та ведучи роботи по розчищенню, поглибленню водних шляхів, компанія чинить вплив на водойми та їх екосистеми, діяльність компанії, також, пов’язана з різними типами викидів у повітря (пил на елеваторах, викиди при діяльності транспортних засобів). Компанія інвестує значні кошти у обладнання та проекти, які знижують її негативний вплив, дозволяють контролювати викиди та очищати навколишнє середовище, захищати біорізноманіття та не порушувати природні екосистеми, що склалися в місцях роботи компанії [175].

Більшість елементів екосистеми мають взаємозв’язки один з одним і всі разом впливають на діяльність ТОВ СП «Нібулон». Ідентифікація та розуміння інтересів ключових елементів екосистеми та їх зв’язків та впливу на ТОВ СП «Нібулон» сприяє ідентифікації можливостей стратегічного розвитку, і розробці коректної стратегії інтеграції. В табл. 2.6 представлено результати аналізу впливу кожного з елементів

екосистеми на компанію. Визначено, що найвищий рівень впливу на діяльність ТОВ СП «Нібулон» мають працівники, клієнти, постачальники та кредитори.

Таблиця 2.6

Вплив елементів екосистеми ТОВ СП «Нібулон» на стратегічний розвиток

Елемент екосистеми	Вплив на ТОВ СН «Нібулон»	Характер впливу
Персонал	- мають прямий вплив на якість результатів роботи підприємства - формують імідж підприємства на ринку та в громаді - здатні чинити тиск щодо рівня винагороди за свою працю та умов праці	Високий
Покупці	- вплив на фінансовий стан компанії через пропозицію ціни, обсягів закупок, стабільність відносин - формування авторитету компанії на ринку (наприклад, за рахунок співпраці з великими покупцями та міжнародними організаціями (UN))	Високий
Постачальники с/г продукції	- вплив на якість, обсяги, номенклатуру та вчасність поставок - формування іміджу та популяризація компанії на ринку	Високий
Власники землі	- доступність земель для обробітку, ціна за оренду, виконання умов договору та забезпечення якості землі	Низький
Державні органи	- надання дозволів, проведення перевірок - вплив на швидкість оформлення чи вирішення питань - надання субсидій, доступу до програм підтримки	Середній
Кредитори	- доступність кредитних коштів - формування іміджу на міжнародному ринку - захист від загрози рейдерства	Високий
Громади	- безпечне середовище функціонування - імідж та підтримка - потенційна робоча сила	Середній
ЗМІ	- імідж компанії - підтримка проектів	Середній
Партнери	- фінансове зростання - якість та точність виконання контрактів та домовленостей - реалізація унікальних і амбітних проектів	Середній
Конкуренти	- конкуренція за долю ринку та працівників - утруднення роботи підприємства - позитивні приклади застосування нових підходів чи технологій у веденні бізнесу	Низький
Освітні та наукові установи	- надання експертної підтримки в реалізації спільних проектів - підготовка кваліфікованих кадрів - формування іміджу підприємства на ринку праці	Низький
Навколишнє середовище	- погодні умови - кліматичні зміни - Тварини, птахи, риби, шкідники, рослини та вплив їх нормальної діяльності на роботу підприємства	Середній

Джерело: сформовано автором

Інформацію щодо характеру та аналізу впливу ТОВ СП «Нібулон» на інші елементи екосистеми представлено в табл. 2.7. Зазначимо, що за результатами нашого

аналізу ключовий вплив компанія має на власний персонал та постачальників агропродукції.

Таблиця 2.7

Характеристика впливу ТОВ СП «Нібулон» на елементи екосистеми

Елемент екосистеми	Вплив ТОВ СП «Нібулон»	Характер впливу
Персонал	- фінансовий стан працівників - професійне та особистісне зростання - психо-фізичне здоров'я працівників	Високий
Покупці	- стабільне виконання умов контрактів - підтримка в процесах взаємодії з державними та міжнародними регуляторними установами	Середній
Постачальники с/г продукції	- гарантованість конкурентної ціни на ринку, стабільність роботи, безпечність, легальність та прозорість взаємодії	Високий
Власники землі	- стабільна оплата та підтримка орендодавців - використання екологічних підходів до роботи з землею, які не знижують її якості	Середній
Державні органи	- податкові надходження - формування іміджу країни - підтримка громад та створення робочих місць - надання інформаційної підтримки підприємствам галузі	Низький
Кредитори	- відсотковий дохід та повернення отриманих кредитів	Низький
Громади	- реалізація соціальних проектів - працевлаштування	Середній
ЗМІ	- генерація новин та джерело заробітку	Низький
Партнери	- фінансове зростання - якість та точність виконання контрактів та домовленостей - реалізація унікальних і амбітних проектів	Середній
Конкуренти	- конкуренція за долю ринку - підвищення ціни закупки - позитивні приклади застосування нових підходів чи технологій у веденні бізнесу	Низький
Освітні та наукові установи	- фінансування наукових проектів - надання техніки, тощо - реалізація спільних проектів - база практик та подальшого працевлаштування для студентів	Низький
Навколишнє середовище	- реалізація екологічних проектів - негативний вплив від частини процесів - контроль за впливом на середовище функціонування та зміна підходів на більш екологічні	Середній

Джерело: сформовано автором

Кожен з елементів екосистеми має власні інтереси, хоча функціонування екосистеми доводить, що в ході взаємодії між елементами формується синергетичний ефект, який неможливо було би створити кожному з елементів окремо один від одного і, що є важливим, в іншій екосистемі отримання такого ж результату

(досягнення цілей, реалізація ідентичних проектів) є неможливим. Оскільки, за кожним з елементів стоять люди, які приймають рішення відповідно до власних суб'єктивних переконань, не в кожен момент часу індивідуальні інтереси кожного з елементів екосистеми відповідають інтересам інших та загалом екосистеми, відповідно необхідно врахувати індивідуальні інтереси та особливості функціонування окремих елементів в ході планування власної діяльності та взаємодії з ними. Аналіз потенційних ризиків, реалізація яких може призвести до негативних наслідків для ТОВ СП «Нібулон» викладено в табл. 2.8. Нами було проаналізовано як стандартні ризики, які виникають в періоди умовно стабільного функціонування бізнесу, так і специфічні ризики, які пов'язані з кожним з елементів, поява яких була спровокована війною РФ проти України.

Таблиця 2.8

Ключові ризики за елементами екосистеми

Елемент екосистеми	**Стандартні ризики**	**Ризики воєнного часу**
1	2	3
Персонал	-неякісне виконання посадових обов'язків - незадоволення умовами праці - перехід до конкурентів	- загибель, інвалідність та еміграція - повна зміна керівників компанії - загибель лідера компанії - демотивація
Покупці	- низька цінова пропозиція - відмова виконання контракту	- втрата частини клієнтів через неможливість задовольнити попит - ризик невиконання існуючих контрактів
Постачальники с/г продукції	-незадовільна якість продукції, недотримання терміну поставок	- зниження обсягів та якості, -порушення термінів поставок через логістичні проблеми - втрата працездатності працівників -припинення діяльності через відсутність коштів
Власники землі	- розірвання оренди - підвищення ціни оренди	- втрата доступу через окупацію, мінування, забруднення, еміграцію власників, втрату контактів з ними або продаж ними землі третім сторонам
Державні органи	- затягування процесів надання дозволів, пояснень, тощо -призначення позачергових перевірок	- втрата ключових осіб (обох сторін) - зміна законодавства -реалізація нових підходів до взаємодії з бізнесом в умовах воєнного часу

Продовження табл. 2.8

1	2	3
Кредитори	- відмова рефінансування - жорсткий контроль ковенант -втручння в операційну роботу компанії	- затягування рішення щодо рефінансування або відмова в ньому - висока закредитованість при низькій бізнес активності призводить до ризику втрати контролю поточними власниками над бізнесом
Громади	- фізичне пошкодження майна -блокування доступу працівників до місць роботи - відмова у підтримці проектів, які вимагають погодження місцевої громади	- дестабілізація через війну - необхідність в підтримці - згортання попередніх проектів
ЗМІ	- антиреклама -публікація інформації, що знижує репутацію компанії	- дестабілізація через війну - необхідність в підтримці - згортання попередніх проектів
Партнери	- порушення та невиконання контрактів (якість, час, номенклатура); - порушення судових справ	- порушення налагоджених зв'язків - призупинення чи закриття спільних проектів - втрата унікальних партнерів
Конкуренти	- завищення ціни закупівель, -використання більш ефективного обладнання чи вибудовування більш оптимальних процесів; -блокування роботи підприємства, - пошкодження майна, -використання зв'язків в державних органах для ускладнення діяльності компанії, інше	- збільшення частки ринку конкурентів за рахунок більш вигідних логістичних опцій або підтримки глобального офісу (у випадках з міжнародними компаніями)
Освітні та наукові установи	-нецільове використання коштів - підготовка не висококваліфікованих працівників	- зниження кількості студентів в університетах та якості їх навчання (ризики, що в майбутньому не буде кваліфікованої робочої сили)
Навколишнє серидовище	-несприятливі погодні та кліматичні умови -порушення операційної роботи через втручення тварин, птахів, риб, шкідників, рослин, тощо.	- забруднення, мінування, порушення норм природоохоронного законодавства, відсутність можливості очистити (наприклад, через окупацію або ведення воєнних дій) земель, водойм та повітря. Як результат зниження чи неможливість використання зараз та після війни в ході операційної діяльності.

Джерело: сформовано автором

На основі проведеного аналізу нами було визначено, що ключовим пріоритетом для компанії в поточних умовах має бути збереження персоналу, робота з

кредиторами та підтримка зв'язків з партнерами, постачальниками, покупцями, навіть з тими, з якими на даному етапі немає можливості співпрацювати. Злагоджена співпраця з державними органами, надання підтримки громадам на освітнім установам, реалізація проектів по відновленню та підтриманню задовільного стану навколишнього середовища та зниження власного негативного впливу на нього, також не можуть виходити з фокусу керівництва компанії. Взаємодія з ЗМІ може допомогти підтримувати позитивний імідж та популяризувати позитивні практики серед інших компаній індустрії та громад. Незважаючи на поточні реалії конкурентна боротьба не припиняється, проте на нашу думку позитивний ефект можуть мати спільні проекти між компаніями галузі.

Поглиблюючи дослідження ми застосували інструменти стратегічного аналізу SWOT та PESTLE. Результати представлено в Таблицях 2.9 та 2.11.

Таблиця 2.9

SWOT аналіз ТОВ СП «Нібулон»

Сильні сторони (S)	**Слабкі сторони (W)**
- Позитивний імідж на локальному та міжнародному ринках - Розгалужена мережа елеваторів з необхідним обладнанням - Значні земельні ресурси - Власний флот - Високопрофесійні працівники - Передові лабораторії - Власні потужні термінали - Сформована база постачальників та покупців - Тривала історія взаємодії з локальними та міжнародними партнерами (включаючи фінансові установи) - Налагоджена робота з державними та міжнародними органами - Експертиза в суднобудуванні та розмінуванні територій	- Дуже масштабна зміна менеджменту в турбулентний період - Скорочення штату працівників (включаючи, людей, які працювали 15+ років в компанії) - Сформована структура прийняття рішень однією людиною (залежність від одного носія рішень) - Високе боргове навантаження - Низька пропускна здатність терміналу в Ізмаїлі (через війну термінал розташований в Миколаєві не може функціонувати на повну потужність)

Продовження табл. 2.9

Можливості (О)	**Загрози (Т)**
- Модернізація парку техніки - Використання доступних грантів та кредитів для збільшення потужності терміналу в Ізмаїлі - Виробництво перспективної продукції с/г - Розширення експертизи та просування на ринку надання послуг з розмінування територій - Вихід на ринок з послуг автоматизації процесів агровиробників, власників елеваторів, тощо. - Використання високих цін на продукцію	- Загрози життю співробітників та еміграція кваліфікованих кадрів в наслідок продовження військових дій - Фізичне знищення чи пошкодження активів через війну - Довготривала заборона використання річок та Чорного морі для перевезення вантажів - Загроза несприятливих дій конкурентів (захоплення ринку, знищення активів під прикриттям військових дій, переманювання працівників, підвищення ціни закупки) - Довготривале блокування активів на окупованих територіях чи в зоні бойових дій - Обмеженість можливостей до розширення термінала на Дунаї - Зміна в політичних /владних колах - Несприятливі економічні умови - Посилення державного регулювання та податкового тиску - Посилення напруги в відносинах з кредиторами - Несприятливі погодні умов

Джерело: складено автором

Результати аналізу середовища компанії за допомогою інструменту PESTLE представлено в табл. 2.11. Політика державних органів має значний вплив на діяльність підприємства. Часткове регулювання тарифів, встановлення вимог щодо безпеки функціонування підприємства, сертифікація компаній, надання дозволів та ліцензій – все це робить компанію надзвичайно залежною від політичної волі, намірів та інтересів, які на даний момент переважають у державі. Впливає також регулювання сфери оплати праці й обов’язкових виплат працівникам. Відповідно до результатів дослідження KSE в 2024 році аграрний сектор зазнав збитків на рівні 80 млрд. дол. США внаслідок повномасштабного вторгнення РФ в Україну. Загальна вартість знищених або пошкоджених активів складає 10,3 млрд. дол. США, найбільшу частку займає група знищених с/г машин та обладнання (5,8 млрд. дол. США або 56,7% вартості всіх пошкоджених або знищених активів). Втрати оцінюються на рівні 69,8 млрд. дол. США і включають недоотриману виручку та зростання витрат. За оцінками KSE приблизний рівень необхідних фінансових ресурсів для відновлення галузі в наступні 10 років знаходиться на рівні 56 млрд. дол. США, з яких у 2024 році

критично необхідними є 435 млн. грн. (в досліджені уточнюється, що більша частина цієї суми вже покрита фінансуванням донорів) [176].

Активна зміна керівників та їх команд в ключових державних органах від швидкості, якості та точності роботи яких залежать окремі аспекти роботи компанії, не сприяє стабільності у відносинах та процесах. Наприклад, Кабінетом Міністрів України тимчасово покладено виконання обов’язків міністра аграрної політики та продовольства України на Тараса Висоцького, який замінив свого попередника, а виконувачем обов'язків міністра розвитку громад, територій та інфраструктури України призначено Василя Шкуракова [177].

Розглядаючи економічний блок перш за все варто зазначити, що високі відсоткові ставки негативно впливають на підприємства галузі, адже можливість отримання кредитів під низький відсоток завжди більше стимулює до змін, розширень, відновлень, тощо. Високі темпи інфляції, зростання цін на паливо, добрива та необхідність підвищення заробітної плати персоналу створюють додатковий тиск на підприємців. Курс гривні до долара США змінився з 28,4555 грн./ USD станом на 01.02.2022 до 39,6799 грн./ USD станом на 15.05.2024 [178]. Ціна на дизель зросла з 32.14 01.02.22 до 53,20 грн станом на 15.05.24 [179]. Облікова ставка НБУ була підвищена з 10% станом на початок лютого 2022 до 25% з червня 2022 і була поступово знижена до 13,5% в квітні 2024 [180].

Тиск з боку громад може призвести до втрат вигод від діяльності компанії, а в сучасних умовах компанії отримують подвійну, якщо не більшу вигоду від реалізації проектів у сфері соціальної відповідальності, адже маючи високий рейтинг соціальної відповідальності – компанія може не тільки користуватися повагою та підтримкою місцевих жителів, але ще й отримувати знижки на залучення фінансових ресурсів у міжнародних кредиторів. За статистичними даними понад 6,5 млн. українців виїхало за кордон, а близько 3,7 млн залишаються переміщеними особами в Україні. Це ускладнює роботу компаній через брак кваліфікованої сили [181].

Скорочення населення країни як на поточному етапі, так і в майбутньому є критичним пунктом можливості подальшого розвитку та існування не тільки підприємств окремих галузей, але й держави в цілому. За даними Держстату, станом

на 5 грудня 2001 року в Україні жили 48,5 млн осіб. За оцінками Інституту демографії, чисельність населення змінилася наступним чином: станом на 1 січня 2022 року – 42 млн осіб; станом на серпень 2023 року – 36,3 млн осіб, в тому числі 31,5 млн осіб на територіях, які підконтрольні Україні.

В той же час фіксується зниження рівня народжуваності. Так, 2012 році він становив 1,5 дитини на одну жінку; у 2020 році вже 1,2; зараз його оцінюють на рівня 1,0. Важливо, що для відтворення населення необхідно, щоб цей показник складав 2,2 [182].

Під час війни впровадження новітніх технологій та технічне оновлення виробництва є ускладненим. Окрім того, існує висока ймовірність знищення новітнього обладнання в короткі строки. Проте, аграрні компанії, тим не менш інвестують кошти у автоматизацію процесів, оновленні парку спеціальної та авто техніки, переобладнання елеваторів та терміналів під зміну умов їх функціонування, закупівля спеціальної техніки для безпечної роботи в полях та розмінування територій.

Кліматичні зміни та негативні наслідки війни, несприятливі погодні умови ускладнюють функціонування компанії. За даними метеорологічних служб, 2023 рік став найтеплішим за всю історію спостережень, які ведуть від 1850 року. На планеті було на 1,48°C спекотніше. Про це йдеться у звіті агентства ЄС з моніторингу зміни клімату Copernicus. Середня температура у 2023 році була на 0,17°C вищою, ніж у 2016-му, який раніше вважали найспекотнішим роком в історії. Основною причиною прискорення глобального потепління визначають рекордні викиди вуглекислого газу, а також повернення природного кліматичного явища Ель-Ніньо. Величезної шкоди планеті завдає війна Росії проти України, адже провокує масштабні викиди парникових газів. Передусім через споживання пального військовою технікою, розриви боєприпасів. Також негативний вплив спричиняють пожежі, які починаються через бойові дії. За наявними нині даними, викиди вуглекислого газу лише за перший рік повномасштабної війни склали 120 млн. тонн CO_2 екв. Окрім того, війна буде мати вплив на клімат навіть після завершення, на думку експертів. Адже відбудова

пошкодженої інфраструктури: будинків, шкіл, лікарень, мостів та доріг, спричинятиме значні викиди [183].

Забруднення земель в наслідок ведення бойових дій, зокрема їх мінування, є проблемою для аграріїв. Дані щодо обсягів замінованих земель с/г призначення за окремими областями наведено в Таблиці 2.10.

Таблиця 2.10

Обсяги замінованих сільськогосподарських земель в окремих областях України станом на березень 2023 року.

Області	**Заміновано тис. га.**	**Загальна площа с/г угідь, тис. га**	**Питома частка замінованих с/г земель, %**
Київська область	1,.41	1 664	0,63
Миколаївська	85,096	2 008	4,24
Харківська	159,02	2 418	6,57
Херсонська	206,438	1 969	10,58
Інші	9,889	9 979	0,00
Разом	**470,853**	**18 038**	**2,61**

Джерело: [184]

Компанія активно інвестує кошти у реалізацію проектів, які спрямовані на зменшення негативного впливу на навколишнє середовище (фільтри, системи очистки, екологічні методи провадження діяльності, використання флоту замість наземного транспорту) та громади (реалізація проектів з покращення життя населення в населених пунктах, які знаходяться поруч з елеваторами та терміналами компанії, як то благоустрій міст, оновлення систем очищення води, встановлення станцій сортування сміття, посилення медичних закладів, підтримка ветеранів, пенсіонерів, дітей - сиріт, інвалідів, навчальних закладів, проведення заходів зі сприяння формування у населення здорового способу життя, тощо).

Таблиця 2.11

PESTLE аналіз ТОВ СП «Нібулон»

Складові аналізу	Характеристика
Політична (P)	- компанія функціонує в країні, де йде повномаштабна війна; - через зміну керівників державних органів та зміну керівництва компанії можлива втрата досягнутого за роки співпраці рівня порозуміння
Економічна (E)	- девальвація національної валюти - зростання цін на паливо, добрива та якісний посівний матеріал - високі відсоткові ставки - необхідність коригування заробітної плати співробітників на підвищені темпи інфляції
Соціальна (S)	- зниження доступності кваліфікованої робочої сили через війну; - зміни в споживчих перевагах та стилю життя - демографічні зміни
Технологічна (T)	- використання більш нового обладнання - автоматизація та оптимізація процесів - підвищення безпеки роботи співробітників
Юридична (L)	- прийняття нового закону про мобілізацію [185] - обмеження НБУ на валютні операції - квотування і ліцензування експорту стратегічних товарів [186]. - проект з верифікації суб'єктів агропромислового комплексу в умовах воєнного стану. - Податковий кодекс України доповнено положенням, відповідно до якого плата за землю не нараховується та не сплачується. - 8 грудня 2023 року набрав чинності Закон України від 9 листопада 2023 року №3453-IX «Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законів України щодо скасування мораторію на проведення податкових перевірок».
Екологічна (E)	- забруднення земель внаслідок військових дій - зміна кліматичних умов - замулення річок

Джерело: складено автором з використанням [185-186]

Аналіз з використанням модель «5 сил Портера» показав, що ключові ризики для компанії знаходяться в площині загрози заміни та сили покупців, досить низькою є влада постачальників та малоймовірною поява нових серйозних конкурентів на ринку, адже це потребує значних капітальних інвестицій та досвіду роботи і розуміння специфіки роботи галузі, напрацювання зв'язків як в середині країни на різних рівнях, так і на міжнародній арені (рисунок 2.2).

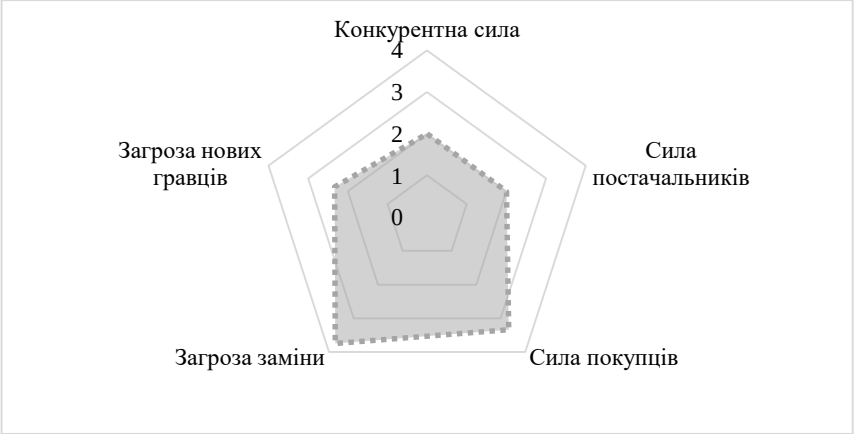

Рис. 2.2. Аналіз за моделлю 5 сил Портера для ТОВ СП «Нібулон»

Джерело: складено автором

Стратегічний аналіз з використанням таких інструментів, як SWOT, PESTLE та модель 5 сил Портера показав, що не зважаючи на складні умови функціонування компанія має ряд потужних конкурентних переваг та може використовувати свій досвід та міцні довготривалі партнерські відносини з різними елементами екосистеми для успішного проходження кризового періоду.

Довоєнні перспективи розвитку визначалися компанією наступним чином:

- покращення ефективності власного аграрного виробництва шляхом підвищення продуктивності та зниження собівартості продукції;
- приймання замовлень на виготовлення на власному суднобудівно-судноремонтному заводі «Нібулон» суден для українських та іноземних замовників;
- збільшення обсягів транспортування вантажів внутрішніми водними шляхами України до 6 млн. тонн на рік;
- вихід на нові ринки збуту або збільшення своєї присутності на існуючих ринках постачання с/г продукції та стабільне забезпечення частки експорту з України на рівні 10%;
- продовження розвитку автоматизації бізнес-процесів в оперативній та стратегічній діяльності компанії.

За даними компанії з початку повномасштабного вторгнення компанія вже втратила більше 416 млн. дол. США. Керівництво зазначає, що близько 68% активів компанії не функціонують повноцінно та близько 40% персоналу не може працювати.

На березень 2024 року з 3 500 працівників було мобілізовано на війну 662 особи, 20 людей загинули. Через воєнний стан в державі неможливо використовувати порт у м. Миколаїв та заборонена навігація річками, частина флоту компанії заблокована, частина активів компанії знаходиться на окупованих територіях, частину земель заміновано. Це виклики на які компанії довелося знаходити відповіді для продовження функціонування.

Реагуючи на виклики війни керівництво компанії визначило 5 ключових стратегічних напрямків діяльності компанії, а саме:

- Інвестиції та нові можливості
    - Оновлення та розширення парку транспортних засобів
    - Модернізація та реконструкція інфраструктури для зберігання агро продукції
    - Оновлення спеціальної техніки, що задіяна в аграрному секторі бізнесу
- Фінансове «здоров'я» компанії
    - Реструктуризація боргів з усіма кредиторами
    - Фінансування гарантій та робочого капіталу
- Операційна досконалість
    - Повна діджиталізація та автоматизація процесів підприємства
    - Повна модернізація та підвищення ефективності
- Елімінація наслідків бойових дій
    - Гуманітарне розмінування територій
- ESG
    - Подолання голоду
    - Відповідальне ведення агробізнесу
    - Мінімізація негативного впливу на навколишнє середовище
    - Турбота про добробут громад у полі впливу компанії

На даному етапі реалізуються наступні проекти:

- спорудження та розширення терміналу на Дунаї. Потужності терміналу складають 300 тис. тон на місяць. Станом на березень 2024 обсяги інвестицій склали 25,5 млн. дол. США. Проект реалізовується за підтримки програми USAID (обсяги інвестицій

3,47 млн. дол. США). Станом на березень 2024 за допомогою терміналу перевантажено близько 2 млн. тонн зерна;

- оновлення та розширення автопарку для перевезення продукції: законтрактовано придбання 76 нових вантажівок SCANIA та STAS (період виплати 1.7 роки), збільшено парк вагонів на 50 одиниць за підтримки програми USAID. Заплановано збільшення кількості вантажівок до 100 одиниць та закупівлю ще двох автомобілів для перевезення палива, закупівля 2 плавкранів Liebherr;
- модернізація та реконструкція обладнання зі зберігання зерна: погоджені обсяги інвестицій 26,5 млн. євро. Під реалізацію даного проекту отримано фінансування від EIFD (Export and Investment Fund of Denmark) на 15 років. Уряд Данії надає підтримку в тому числі за умови використання обладнання виробників з Данії;
- гуманітарне розмінування: закуплено обладнання, наявний штат професіоналів та отримано сертифікати відповідності стандартам та є досвід розмінування власних земельних наділів. Отримано грант 4,8 млн. євро від уряду Німеччини. Наступним кроком є розробка проекту з відновлення земель з тим, щоб бути впевненим, що землі придатні до провадження на них сільськогосподарської діяльності;
- розмінування водних об’єктів: Нібулон за власний рахунок інвестував у розробку та побудову судна, яке може здійснювати розмінування (проект завершено на 100%). Нібулон потребує гранту від уряду для серійного виробництва таких суден;
- розвиток аграрного сегменту: 14 відділів реорганізовано в 4 кластери. На заміну застарілим підходам узгодження використання технології StripTill, яка дозволить знизити використання палива та знизить обсяги шкідливих викидів. Впроваджено систему управління CROPIO. Наступним кроком є оновлення парку спеціальної техніки;
- партнерство з UN WFP: за 2022/2024 маркетинговий було відвантажено 340 тис. тонн пшениці в країни Африки.

Стратегічні напрямки визначені нами в результаті проведеного дослідження не в повній мірі співпадають з напрямками визначеними керівництвом. Серед ключових відмінностей відмічаємо відсутність фокусу на збереження персоналу та його підтримку.

Розуміючи історичний підхід компанії до органічного зростання та розширення бізнесу в тому числі за рахунок самостійного створення та побудови заводів, елеваторів, тощо, вважаємо, що в умовах, що склалися доцільно провести придбання (транзакцію злиття та поглинання), де Таргетом має стати судноремонтний завод в Ізмаїлі. Рішення про його купівлю стане вдалим стратегічним кроком через активний розвиток логістики на Дунаї, наявності досвіду та експертизи в середині компанії «Нібулон» щодо ремонту та побудови суден. Придбавши дане підприємство, компанія отримує можливість зберегти працівників (які зараз не мають достатнього завантаження через блокування заводу в Миколаєві), розширить свій портфель активів та, враховуючи активний розвиток напрямку, створить базу для потужного фінансового зростання.

2.2. Аналіз Таргет-компанії та фінансовий Дью Ділідженс в транзакціях злиття та поглинання

В процесі підготовки до M&A угоди інвестор зацікавлений у отриманні об'єктивної та неупередженої інформації про реальне фінансове становище підприємства, а також про ризики, пов'язані з купівлею (поглинанням) об'єкта інвестування. Значна кількість досліджень підтверджує, що виплата високих преміальних цін є однією з найбільш значущих причин невдач при поглинанні, оскільки майбутній зріст є основною змінною при визначенні ціни поглинання [57]. Негативні наслідки переоцінки фінансового стану є основою для реалізації ризику прогнозу нереалістичного зростання Таргет - компанії, що може мати значний вплив на коректність оцінки та ціну придбання компанії [187]. Згідно з Акерлофом Г., Куотерлі Т. та Оггом Н., інформаційна асиметрія виникає тоді, коли продавець має більше інформації, ніж покупець, про товари або послуги, що продаються [188]. Концепція інформаційної асиметрії отримала значну увагу в області фінансування злиття та [189]. Інформаційна асиметрія провокує ризик неправильної оцінки активів, що може призвести до переплати у разі купівлі [190]. У разі відсутності можливості отримання інформації та аналізу, рівновага ціни не встановлюється, оскільки немає

впевненості в реальній вартості [191]. Відповідно, Покупець повинен отримати доступ до інформації щодо Таргет-компанії та проаналізувавши її в рамках дью діліджeнсу прийняти рішення щодо укладання угоди та цінової пропозиції. Додатково, високий рівень якості інформації зі сторони Продавця позитивно впливає на впевненість Покупця, що підвищує ймовірність досягнення згоди щодо ціни придбання.

Одним з ключових елементів запропонованої Концепт фінансового контролінгу M&A є Передаквізаційний аналіз та контролінг ризиків (ДД). Важливим етапом процесу злиття та поглинання є Передінвестиційний, в рамках якого виділяють окремо Аналітичний етап. В рамках цього етапу включають або тільки процес дью діліджeнсу або (і частіше) також процес оцінки бізнесу, хоча оцінка компанії може починатися і до проведення дью діліджeнсу і продовжуватися й завершуватися після нього. угоди відбувається процес дью діліджeнсу, а також оцінки. Дью діліджeнс є процедурою незалежної оцінки об'єкта інвестування, ключовою метою якої є ідентифікації ризиків при придбанні компаній.

Переклад з англійської мови терміну "due diligence" має значення "забезпечення належного дослідження". Вперше цей концепт з'явився у Законі про цінні папери США 1933 року (SEC). Тоді під поняттям "due diligence" розумілося метод розкриття інформації брокером інвестору про компанію, чиї акції продавалися на фондовій біржі. Пізніше утворилася спільнота брокерів, яка проводила процедуру на постійній основі для продажу цінних паперів. Однак термін "due diligence" не був чітко визначений через неможливість встановлення загальних вимог для цієї задачі для різних компаній [192].

Сасек А. в своєму дослідженні на основі результатів опитування компаній німецької автомобільної промисловості, які проводили міжнародні транзакції M&A у період з 2007 до 2013 в регіоні Центральної та Східної Європи, виявили, що успішне проведення дью діліджeнсу має тісний статистичний зв’язок з успішністю транзакцій злиття та поглинання [193]. В результаті дослідження було підтверджено, що чим більше компанія – Покупець отримує інформації щодо компанії – Таргета, тим позитивнішими є результати угоди. Ключовими проблемними питаннями автори

визначають складність отримання достатньої інформації щодо Таргета та її інтерпретації.

Дослідниками, якими опубліковано роботи щодо процесу фінансового дью дільідженсу, зокрема такими, як Бінг Г. [194], Томашевської І. [195], Назаренко І. [196], та інші наукові пошуки проводяться переважно в таких напрямах: визначення поняття, функції та завдання фінансового дью дільідженсу, впливу фінансового дью дільідженсу на успішність угоди та процесу фінансового дью дільідженсу.

Гауґен П. зазначає, що одна з цілей ФДД полягає в підтвердженні наявності активів, зобов'язань та власного капіталу в балансі, а також у визначенні фінансового стану компанії на основі звіту про прибутки [197].

Касич А. та Яковенко Я. зазначають, що процедура фінансового дью дільідженсу являє собою комплексну діагностику бізнесу як об’єкту продажу, складовими якої виступають збирання, обробка, узагальнення та аналіз інформації про діяльність компанії за всіма напрямами діяльності, щоб переконатися у достовірності надаваних для аналізу даних, їх відповідності законодавству та відсутності неточностей і викривлень. Вона регламентує основні завдання комплексної перевірки, структуру побудованого на їх основі звіту, групи користувачів та області аналізу. Також, автори зазначають, що дью дільідженс дозволяє перевірити достовірність фінансової інформації наданої продавцем [198].

Анвінг Д. під терміном дью дільідженс в рамках процесу злиття та поглинання розуміє дослідження придбаної компанії з різних аспектів, що були попередньо визначені сторонами. Цей термін широко використовується в процесах злиття та поглинання. Іншими словами, це процес з'ясування та знаходження інформації, яка може бути важливою для прийняття рішення щодо продовження процесу злиття та поглинання чи його припинення. Також, Анвінг Д. зазначає, що оскільки поняття «due diligence» часто варіюється між різними фахівцями, що беруть участь в процесі, то визначення терміну іноді повязані з їх роллю в процесі. За визначенням Шмітца В., дью дільідженс – це всі дослідження та перевірки, які проводить потенційний покупець перед придбанням компанії, щоб визначити, чи слід здійснювати придбання і за

якими умовами [199]. Дью ділідженс проводитися командою, оскільки в процес можуть бути включені всі елементи компанії [200].

Нами виявлено, що ФДД часто ототожнюється з аудиторським дослідженням фінансової звітності, а роль радника, що спеціалізується на «дью ділідженс» – з роллю аудитора. Це є однією з найчастіших помилок, яких припускаються інвестори, тому що сутність та сфера застосування фінансового «дью ділідженс» не тотожна з переведенням аудиту фінансових звітів об'єкта дослідження, – фінансові звіти а також інша документація – та сама, але сфера, напрями а також спосіб переведення аналізу є зазвичай іншим [201].

На основі проведеного аналізу наукових досліджень визначено, декілька напрямків, які на нашу думку потребують подальшого розвитку, зокрема наявні різні підходи до визначення терміну фінансового дью ділідженсу, ключовим є ототожнення окремими авторами понять фінансового дью ділідженсу та аудиту; в окремих роботах однією з функцій дью ділідженсу визначається «підтвердження достовірності фінансової інформації; на даному етапі наукова література не приділяє достатньої уваги коригуванням, які здійснюються в ході фінансового дью ділідженсу, нами не було виявлено робіт, які би ідентифікували та аналізували чіткі приклади коригувань, що можуть бути зроблені в рамках фінансового передінвестиційного дослідження.

Аналіз Таргет-компаній в ході передінвестиційного етапу процесу злиття та поглинання на нашу думку має здійснюватися на засадах екосистемного підходу, за якого Таргет-компанія розглядається, як елемент екосистеми, що включає різноманітні суб'єкти та взаємозв'язки між ними. Такий підхід дозволяє краще здійснювати аналіз синергій, що формуються внаслідок їх взаємодії та ідентифікувати ризики, що виникають від різнонаправленості їх інтересів. Процес дью ділідженсу і зокрема фінансового дью ділідженсу (ФДД) є інструментом, який дозволяє знизити рівень інформаційної асиметрії між сторонами угоди. Зазначений вище екосистемний підхід має використовуватися й в рамках проведення фінансового дью ділідженсу.

Аналіз літературних джерел доводить, що частина авторів поняття фінансового дью ділідженсу ототожнює з аудитом, хоча існує принципова різниця між цими двома

процесами. Нами було виділено ключові характеристики для порівняння та показано відмінності між ФДД та аудитом (Табл. 2.4). Незважаючи на різні підходи до визначення, варто зазначити, що в результаті фінансового дью ділідженсу не відбувається підтвердження достовірності фінансової звітності компанії. ФДД виконують фінансові консультанти, а не аудитори. Окремо, звернемо увагу на те, що найбільш визнаними провайдерами послуг фінансового дью ділідженсу в світі є компанії великої четвірки (Big 4). Ключовим напрямком діяльності таких компаній є аудит, проте в структурі таких компаній є консалтингові відділи, які й займаються консультуванням компаній в рамках угод M&A або надають інші консультаційні послуги. Працівники, які задіяні в аудиторській роботі не надають послуги з фінансового дью ділідженсу.

Таблиця 2.12

Порівняльна характеристика ФДД та Аудиту

Характеристика	**ФДД**	**Аудит**
Ціль	Ідентифікація потенційних ризиків для клієнта, коригування ключових показників, в залежності від скоупу надання розширеної інформації щодо діяльності бізнесу	Висловлення аудитором висновку про те, чи відповідає фінансова звітність в усіх суттєвих аспектах інструкціям, які регламентують порядок підготовки і представлення фінансових звітів
Використані дані	Фінансова звітність, дані бухгалтерського та управлінського обліку, договори, додаткові документи компанії, інтерв'ю з керівництвом компанії	Дані бухгалтерського обліку, договори
Обсяги робіт	Немає регламентованого скоупу, все залежить від запиту та потреб клієнта.	Існує чітко визначений набір процедур, які мають бути здійснені
Результат	Звіт про фінансовий дью ділідженс	Аудиторський висновок
Користувачі	Обмежене коло користувачів	Широке коло користувачів
Виконавці	Зовнішні консультанти/працівники функції контролінгу компанії	Аудитори
Період проведення	Може різнитися, але в середньому до 2 місяців	Чітко регламентований
Поняття матеріальності	Відсутнє	Підходи до розрахунку чітко визначені

Джерело: складено автором на основі [201-202].

Фінансовий дью ділідженс може здійснюватися як внутрішніми силами компанії покупця, так і зовнішніми консультантами, проте важливо зазначити, що у випадку залучення до угоди додаткових сторін, наприклад фінансові організації, які також можуть мати потребу доступу до звіту про фінансовий дью ділідженс, необхідним є проведення незалежного аналізу, тобто залучення зовнішніх консультантів. Проте, на невеликих транзакціях компанії можуть самостійно проводити передінвестиціцний аналіз. Очевидно, що не всі компанії, особливо невеликого розміру мають значний досвід в здійснення транзакцій, тому важливим є поглиблення наукових праць у напрямку підходів до аналізу компаній в ході транзакцій злиття та поглинання. Залучення зовнішніх консультантів для невеликих транзакцій часто є недоцільним або неможливим, враховуючи вартість таких послуг на ринку.

Всі результати аналізу відповідно до узгодженого скоупу проекту, зроблені висновки викладаються в звіті про Фінансовий дью ділідженс. Обсяги звіту залежать від типу проекту (VDD, Red flag, Buy-side DD), скоупу, величини Таргета, кількості періодів, які входіть в аналіз, включення чи ні аналізу прогнозної моделі, тощо. Структура звіту є переважно стабільною і включає наступні елементи: титульний аркуш; блок з юридичними аспектами відповідальності виконавців роботи та її обмеженнями; частина з описом джерел інформації, доступу до менеджменту та ключових осіб, будь-яких обмежень, які завадили нам виконати всі процедури для покриття узгодженого скоупу робіт; ключові висновки; блок з викладенням коригувань показників та їх поясненням; блок з презентацією основних частин здійсненного аналізу, який є основою для коригувань та висновків; додатки (в додатки включається скоуп робіт відповідно до договору та список абревіатур та скорочень).

З точки зору Терещенко О. головною метою DD є мінімізація ризиків інвесторів при здійсненні операцій M&A на основі аналізу шансів та ризиків, пов’язаних з відповідними інвестиціями. Дью ділідженс є основним інструментом ризик-менеджменту покупця під час здійснення операцій з придбання чи поглинання інших підприємств [203].

Ключовими цілями процесу ФДД є зниження інформаційної асиметрії, ідентифікації потенційних ризиків транзакції та розрахунок скоригованих показників. Якщо в ході проведення дью ділідженсу виявляються ризики (deal breakers), що здатні нівелювати критичну частину вигод від транзакції для покупця, то за неможливості убезпечити покупця існуючими механізмами страхування через ДКП або ціну, приймається рішення про припинення процесу аналізу. На даному етапі звіти ФДД частіше за все не включають детального аналізу драйверів вартості компанії. Проте, на нашу думку, включення такого блоку в звіт матиме значні переваги для компанії-Покупця, зокрема, отримання незалежної думки, що сформована консультантами щодо потенційних синергій дозволить більш якісно визначити ціну транзакції, уникаючи додаткових ризиків.

Відповідно до підходу Терещенко О. прикладами deal breakers можуть бути визнання фіктивними ключових клієнтів компанії, занижені потреби в капіталі для реалізації запланованих антикризових заходів, незавершені судові процедури, неоднозначно визначені права власності, відсутність ліцензій на здійснення діяльності, невідповідність технологій вимогам природоохоронного законодавства [203]. Окрім того, податкові ризики часто стають причиною відмови інвестора купувати компанію, як і недостатня прозорість та готовність до розкриття інформації та комунікацій Таргета.

Важливо зазначити, що аналіз в ході ФДД базується на наданих компанією - Таргетом інформації. Тобто, за достовірність наданих даних відповідає Таргет. За результатами аналізу здійснюється розрахунок трьох ключових показників: EBITDA, Чистий робочий капітал та Чистий борг. Ці показники на більшості транзакцій мають значний вплив на розрахунок ціни компанії. Проте, варто звертати увагу на попередні умови погоджені сторонами в частині методу оцінки, оскільки можливою є оцінка бізнесу методом мультиплікаторів, наприклад, з використанням значення виручки, а не EBITDA.

Ціль здійснення коригувань полягає у відображення лише доходів, витрат, активів та зобов’язань, які мають відношення до операційної діяльності бізнесу, яка буде продовжуватися після зміни власності (продажу бізнесу). В ході діяльності

компанії відбуваються операції які не пов'язані з нормальною операційною діяльністю, викривлюють її фінансові результати та показники фінансового стану, можливими є зміни в напрямках чи масштабах діяльності компанії, в такому випадку теж необхідно здійснювати корегування для об'єктивного відображення впливу таких змін ретроспективно на результати та фінансовий стан компанії. При аналізі компанії для цілей угоди злиття та поглинання необхідно очистити/скорегувати показники таким чином, щоб вони відображали її нормальну операційну діяльність, адже доходи та витрати, які спотворюють нормальний рівень відповідно матимуть вплив на сформовану з використанням цієї інформації ціну компанії, що призведе або до завищення ціни і втрат з боку покупця, або до її заниження і втрат з боку продавця (проте, другий варіант менш вірогідний, адже продавець завжди володіє більш повною інформацією про власний бізнес). Звичайно, на ціну угоди впливають також інші фактори, наприклад, прогнози подальшого розвитку компанії, зацікавленість компанії покупця в придбанні, а продавця в продажі (чия переговорна позиція сильніша), суб'єктивні фактори при прийнятті рішень, тощо.

Джерелами інформації в ході дью ділідженсу можуть бути публічні дані: річні звіти компанії, фінансові звіти компанії, державні бази даних, щодо власників та пов'язаних сторін, судових справ та арештованого майна; проте переважно аналіз відбувається на основі джерел, які мають обмежений доступ: вигрузки з облікової системи компанії, управлінська звітність, договори з постачальниками, клієнтами, фінансовими установами, прогнозні моделі компанії, доступ до інших внутрішніх розрахунків та документів компанії Таргета, обговорення з керівництвом компанії, тощо.

Ідентифікація потенційних корегувань відбувається на основі аналізу доступної інформації, інтерв'ю з керівництвом та ключовими працівниками компанії. Також, доцільним є запит до керівництва компанії-Таргета щодо потенційних корегувань, які вони визначають. Оскільки керівництво завжди має більш глибоке розуміння та очевидно більший доступ до інформації – їх перелік корегувань може стати корисним додатковим джерелом.

Серед проаналізованої наукової літератури, нами не було ідентифіковано праць, які б детально розглядали потенційні коригування, які можуть бути здійсненні в рамках фінансового дью діліджeнсу. В поодиноких працях автори надають орієнтири щодо смислових блоків аналізу, який має бути здійснено, зокрема здійснюються акценти на наступних блоках представлених в Таблиці 2.5 [204].

Таблиця 2.13

Характеристика блоків аналізу в ході дью діліджeнсу

Блок аналізу	**Причини аналізу**
Виручка	Перевірка договорів з метою зниження ризику наявності фіктивних угод. Перевірка відображення реальних витрати на доходів.
Зобов’язання за капітальними інвестиціями	Ретельний аналіз договорів з метою ідентифікації неринкових, незвичайних умов оплати, тощо.
Запаси і незавершений виробництво	Фізична перевірка запасів, щоб переконатися, що товари та сировина не є застарілими або надлишковими.
Резерв під погані або сумнівні борги, позабалансові ризики та зобов'язання	Перерахунок суми резерву під прострочену дебіторську заборгованість з метою визначення достатності нарахованого резерву. Аналіз та ідентифікація позабалансових ризиків та зобов’язань з метою більш повного відображення майбутніх зобов’язань компанії.
Кредити та позики	Попередні позики, включаючи облігації, кредити, надані бізнесу, та умови позик повинні бути ретельно перевірені.
Договори з постачальниками та кредиторами	Окрім перевірки інших положень, варто ретельно провести аналіз положення про припинення договорів, оскільки там можуть міститися умови щодо наслідків зміни контролю (тобто, зміни ключових власників бізнесу).

Джерело: складено автором на основі [204].

Практиками в рамках ФДД здійснюється корегування трьох ключових показників EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation), Чистий борг та Чистий робочий капітал [205].

Розрахунок саме цих трьох скорегованих показників дозволяє окрім висвітлення реального рівня доходів, боргу та необхідних обігових коштів, також надати розрахунки, які будуть враховані в розрахунку фінальної ціни транзакції відповідно до Equity value to Enterprise value bridge [206].

Відповідно до цього підходу вартість компанії отриманої за DCF або методом мультиплікаторів корегується на величину Чистого боргу, різницю між нормальним рівнем Чистого робочого капіталу та реальним на дату транзакції, та інші коригування.

Розглянемо кожен з цих показників та приклади потенційних корегувань до них.

EBITDA – це показник, що включає в себе фінансовий результат діяльності компанії до вирахування відсоткових витрат/доходів, амортизації та податків.

Показник розраховують повертаючи до чистого прибутку/збитку відсоткових доходів/витрат, амортизації та податків.

Корегування можна розділити на декілька груп: одноразові витрати чи доходи; зміни в облікових політиках, відображення в некоректному періоді, про-форма коригування та інші коригування [207].

На рисунку 2.3 представлено приклади корегувань, які можуть здійснюватися в рамках фінансового дью ділідженсу.

Компанії різних індустрій мають свої специфіки функціонування, деякі з яких знаходять відображення в притаманних їм корегуваннях. Специфічні коригування, які можуть виникати при аналізі компаній аграрної індустрії часто пов’язані з вимогами до оцінювання агропродукції та біологічних активів, облік операцій з земельними ділянками та пайовиками, сезонністю бізнесу та ризиків притаманних діяльності.

Рис. 2.3. Приклади корегувань до EBITDA

Джерело: складено автором на основі проведеного дослідження

В ході дослідження нами було розраховано скореговані показники (EBITDA, Чистий робочий капітал, Чистий борг) для чотирьох аграрних компаній, які працюють на українському ринку. Розрахунки проводилися на основі публічної інформації, переважно річні фінансові звіти та звіти про управління. У таблиці 2.14 представлено результати порівняння показника EBITDA до коригувань та після них. Детальні розрахунки представлені в Додатках П-Ю.

Таблиця 2.14

Показник EBITDA до та після потенційних корегувань для вибраних агро компаній 2021-2022, млн. грн.

Назва компанії	До корегування		Після корегування		Різниця	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Астарта	6 542 883	5 271 272	6 676 996	5 410 501	134 113	139 229
Вайтера	694 674	1 366 779	688 279	1 701 488	- 6 395	334 709
Агровіста	1 311 969	948 050	744 630	1 000 628	- 567 339	52 578
Cargill	706 416	1 068 706	701 110	1 097 250	- 5 306	28 544

Джерело: сформовано автором на основі [208-212]

Чистий борг – показник, який показує рівень фінансових боргових зобов’язань/активів компанії. В чистий борг включаються грошові кошти та їх еквіваленти, заборгованість за банківськими кредитами та відсоткові платежі пов’язані з ними, фінансовий лізинг, факторинг, заборгованість перед акціонерами, тощо. Розраховується показник як різниця між Грошовими коштами та їх еквівалентами (включаючи кошти на депозитних рахунках та фінансові інвестиції) та фінансовим боргом компанії. У деяких компаній рівень грошових коштів та їх еквівалентів може перевищувати борг, в такому випадку значення Чистого боргу є додатнім та застосовується назва Чисті грошові кошти. Така ситуація характерна для компаній страхової, деяких сегментів IT та фінансової індустрії. На рисунку 2.4 представлено приклади корегувань, які можуть здійснюватися в рамках фінансового дью ділідженсу. У табл. 2.15 представлено результати порівняння показника Чистого боргу до коригуваннь та після них для чотирьох українських агрокомпаній. Детальні розрахунки представлені в Додатках П-Ю.

Таблиця 2.15

Показник Чистого боргу до та після потенційних корегувань для вибраних агро компаній 2021-2022, млн. грн.

Назва компанії	До коригування		Після коригування		Різниця	
	31 грудня 2021	31 грудня 2022	31 грудня 2021	31 грудня 2022	31 грудня 2021	31 грудня 2022
Астарта	- 1 092 842	- 2 155 534	- 1 115 855	- 2 169 556	- 23 013	- 14 022
Вайтера	- 154 078	- 359 591	- 292 645	- 408 723	- 138 567	- 49 132
Агровіста	- 2 631 964	- 3 554 668	- 2 806 361	- 3 466 333	- 174 397	88 335
Cargill	- 3 860 767	- 4 333 701	- 4 131 385	- 4 995 935	- 270 618	-662 234

Джерело: сформовано автором на основі [208-212]

Чистий робочий капітал відображає обсяги оборотних коштів необхідних для функціонування компанії в рамках одного операційного циклу. Також можна використовувати як міру платоспроможності і фінансової стійкості підприємства. Класична формула розрахунку чистого робочого капіталу визначається як поточні активи мінус поточні зобов’язання. Проте, не існує чітко визначеного підходу до розрахунку робочого капіталу, відповідно структура робочого капіталу може бути різною для різних компаній. Для коректного визначення складових робочого капіталу в рамках кожної транзакції важливим є розуміння специфіки бізнесу Таргету, подій, які відбулися протягом аналізованого періоду та мали вплив на робочий капітал та аналіз всіх статей балансу, а не тільки тих, які класично відносяться до чистого робочого капіталу (запаси, дебіторська та кредиторська заборгованості), оскільки елементи робочого капіталу також можуть бути відображені в інших статтях.

Рис. 2.4. Приклади корегувань до Чистого боргу

Джерело: складено автором на основі проведеного дослідження

Оптимальний розмір чистого робочого капіталу залежить від сфери діяльності підприємства, обсягу реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), кон'юнктури ринку, на якому функціонує підприємство. Для оцінки достатності чистого робочого капіталу можна провести його порівняння з аналогічними показниками інших підприємств [213].

На рисунку 2.5 представлено приклади корегувань, які можуть здійснюватися в рамках фінансового дью ділідженсу. У табл. 2.16 представлено результати порівняння показника Чистого робочого капіталу до корегувань та після них. Детальні розрахунки представлені в Додатках П-Ю

При аналізі аграрних компаній доцільно, також, включати поточні біологічні активи в розрахунок робочого капіталу. В ході аналізу робочого капіталу важливо аналізувати сезонність, оскільки в різні періоди операційного циклу компанії необхідний різний обсяг оборотного капіталу і в деяких індустріях ці коливання є дуже значними (наприклад, компанії таких індустрій, як рітейл, агро, будівельна). Відповідно без розуміння цих коливань неможливо сформувати адекватне розуміння максимального, мінімального та «нормального» рівня робочого капіталу.

Таблиця 2.16

Показник Чистого робочого капіталу до та після потенційних корегувань для вибраних агро компаній 2021-2022, млн. грн.

Назва компанії	До корегування		Після корегування		Різниця	
	31 грудня 2021	31 грудня 2022	31 грудня 2021	31 грудня 2022	31 грудня 2021	31 грудня 2022
Астарта	9 553 008	12 873 870	9 509 692	12 842 777	- 43 316	- 31 093
Вайтера	509 968	4 876 132	631 713	4 925 264	121 745	49 132
Агровіста	1 763 882	2 722 400	1 707 846	2 603 291	- 6 036	- 19 109
Cargill	6 341 856	7 684 522	6 612 474	7 056 280	270 618	- 28 242

Джерело: сформовано автором на основі [208-212]

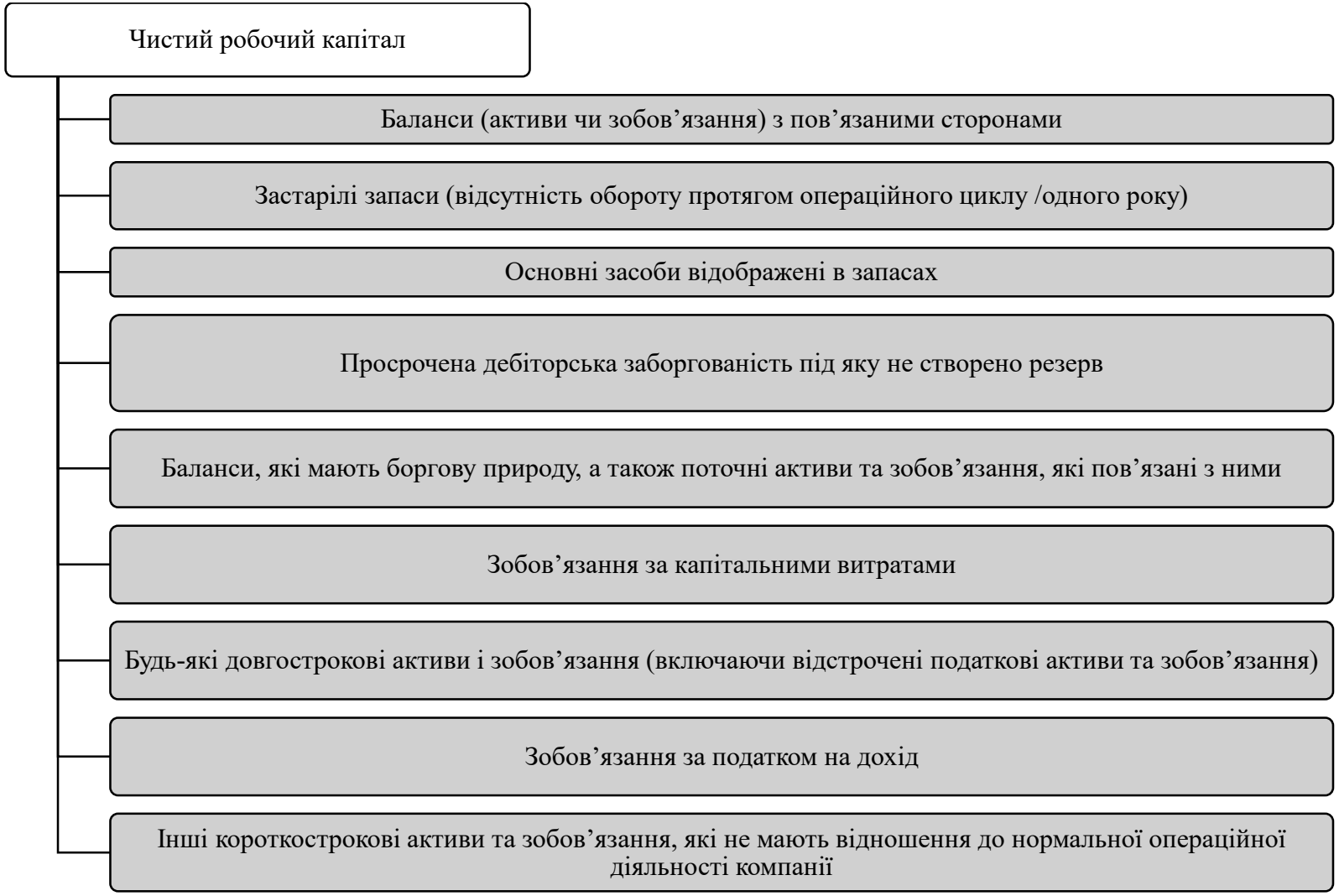

Рис. 2.5. Приклади корегувань до Чистого робочого капіталу

Джерело: складено автором на основі проведеного дослідження

Частина корегувань до наведених вище показників є взаємопов'язаними, наприклад, внесення корегування в Чистий робочий капітал щодо вилучення балансів, які мають боргову природу тягне за собою відображення цього балансу, як корегування до чистого боргу. Корегування створення та вивільнення резервів в EBITDA мають бути також відображені у корегуваннях до Чистого робочого капіталу або боргу.

Позитивний ефект від результатів дью ділідженсу наявний тоді, коли для аналізу було надано якісну інформацію, був наявний доступ до необхідних данних та працівників, строки роботи були відповідні погодженому об'єму робіт.

Серед ключових причини, які призводять до неуспішності дью ділідженсу наступні:

- якість наданої інформації та терміни проекту, доступність менеджменту компанії-Таргета до обговорень;
- неправильно визначений перелік процедур, що мають бути зроблені;
- пропущені ключові питання, які мають бути поставлені менеджменту;
- недостатня компетентність чи готовність до розкриття інформації представниками компанії-Таргета;
- інше (технічні помилки, неправдиві відповіді, недостатній рівень досвідченості команди, яка проводить дью ділідженс).

Процес злиття та поглинання компаній характеризується високим рівнем комплексності та ризиковості. Чітке розуміння учасниками процесу суті понять та підходів до аналізу є необхідною умовою успішного результату транзакції, хоча й не гарантує його з огляду на інші фактори, що мають вплив (суб'єктивні оцінки носіїв прийняття рішення, сила переговорних позицій різних сторін, реалізація ризиків на інтеграційному етапі, тощо).

Запропоновані результати дослідження додають важливі деталі до існуючих наукових праць в аспектах визначення понять фінансового дью ділідженса та аудита, а також окремих аспектів на які варто звертати увагу при фінансовому аналізі потенційних об'єктів інвестування.

Враховуючи, поточну ситуацію на ринку та макроекономічні показники, а також стратегічні орієнтири ТОВ СП «Нібулон» нами запропоновано проведення транзакції M&A з ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ". Компанія розташовується в

Ізмаїльському районі Одеської області, смт. Суворове. Географічне розташування Таргета дозволить після транзакції підсилить Бессарабську філію компанії Нібулон.

З стратегічної точки зору нами було визначено наступні ключові мотиви здійснення транзакції:

- можливість розширення та розвитку суднобудівного та ремонтного напрямку діяльності ТОВ СП «Нібулон»;
- збереження кадрового потенціалу, який був сформований за останні роки успішного функціонування суднобудівного заводу компанії Нібулон
- посилення FCFF компанії за рахунок масштабування та реалізації нових проектів;
- враховуючи наявність виходу до води та обладнання для перевантаження вантажів, можливо збільшити пропускну здатність Бессарабської філії, що матиме прямий позитивний вплив на фінансові результати компанії.

Компанія має довгу історію функціонування, починаючи з 1947 року. До 1980 року чисельність персоналу досягала 1 100 осіб, станом на 31 грудня 2022 року середньооблікова кількість персоналу склала 173 людини.

Ключовими напрямками діяльності компанії є наступні:

- судобудування
- судоремонт
- модернізація
- вантажно-розвантажувальні роботи.

Обсяг нових послуг, таких як, послуги перевалки експортних зернових навалом, послуги пов'язані з обробкою вантажів за варіантом прямої перевалки із морських та річкових суден до автомобільного транспорту, послуги перевантаження імпортних вантажів, становив 68,5% від загального обсягу послуг підприємства в 2022 році.

Основними конкурентами є "Херсонський суднобудівельний-судноремонтний завод", "ПрАТ "УДП", "Кілійський суднобудівельний-судноремонтний завод", ТОВ "Іллічівський судноремонтний завод".

Ключовими постачальниками є ПАТ "Одесенерготрейд", ТОВ "Криопрос Газ Ізмаїл", ПП "ДОК-СЕРВІС", ТОВ "СП"Дунайсудносеріс"", ТОВ "Форлі", ФОП

Евстратенко І.В., ТОВ СМЦ ф-я "МЕТІНВЕСТ", КП "Ізміїльське ПУВКХ", ТОВ "ООЄК", ТОВ "МАТ". Перелік не змінювався протягом останніх чотирьох років. Екосистема компанії представлена наступним набором елементів: персонал, клієнти, постачальники, державні органи, громади, конкуренти, навколишнє середовище. Розглянемо вплив кожного з елементів на компанію (табл 2.17).

Таблиця 2.17

Характеристика впливу елементів екосистеми на ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ"

Елемент екосистеми	**Вплив на ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ"**	**Характер впливу**
Персонал	- мають прямий вплив на якість результатів роботи підприємства - здатні чинити тиск щодо рівня винагороди за свою працю та умов праці	Високий
Покупці	- прямий вплив на фінансовий стан компанії через розміщення замовлень та вплив на ключові умови контрактів (ціна, терміни замовлення, тощо) - формування іміджу компанії на ринку	Високий
Постачальники	- вплив на якість, обсяги, номенклатуру та вчасність поставок	Високий
Державні органи	- надання дозволів, проведення перевірок - вплив на швидкість оформлення чи вирішення питань - надання субсидій, доступу до програм підтримки	Середній
Громади	- безпечне середовище функціонування - імідж та підтримка - потенційна робоча сила	Середній
Конкуренти	- конкуренція за долю ринку - утруднення роботи підприємства	Середній
Навколишнє середовище	- функціональна придатність водойм та територій на яких функціонує підприємство	Низький

Джерело: сформовано автором

Інформацію щодо характеру та аналізу впливу бізнесу на інші елементи екосистеми представлено в табл. 2.18.

Таблиця 2.18

Характеристика впливу ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ" на елементи екосистеми

Елемент екосистеми	**Вплив ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ"**	**Характер впливу**
Персонал	- фінансовий стан працівників - професійне та особистісне зростання - психо-фізичне здоров'я працівників	Високий
Покупці	- стабільне виконання умов контрактів та зниження ризиків втрати інвестованих коштів	Високий
Постачальники	- стабільність роботи, безпечність, легальність та прозорість взаємодії	Середній
Державні органи	- виконання стратегічної функції - податкові надходження - підтримка громад - створення робочих місць	Низький
Громади	- реалізація соціальних проектів - працевлаштування - допомога у взаємодії з державними органами в точкових питаннях благоустрою чи спірних питаннях, тощо	Середній
Конкуренти	- конкуренція за частку ринку - вигідне географічне розміщення	Середній
Навколишнє середовище	- реалізація екологічних проектів - негативний вплив від частини процесів - контроль за впливом на середовище функціонування та зміна підходів на більш екологічні	Високий

Джерело: сформовано автором

Розглядаючи можливість взаємодії екосистем підприємства, яка може привести до додаткових вигід, нами виділено наступні варіанти: взаємодія між персоналом компаній, поширення досвіду, підходів до роботи, нюансів роботи, тощо. Робота з базами покупців обох компаній. Покупці Нібулон можуть популяризувати серед логістичних компаній з якими вони працюють послуги ПрАТ«ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ», в свою чергу клієнти Дуйнайсудермонту можуть залучатися до процесів пов'язаних з торговим напрямком діяльності Нібулон. Постачальники, з якими співпрацюють компанії отримають додаткові контракти з клієнтами обох компаній.

Аналіз фінансових результатів та фінансового стану компанії проведено на основі публічних звітів емітента. На дату аналізу звіт за 2023 рік ще не було опубліковано.

Зростання необоротних активів пов’язано з введенням в експлуатацію низки об’єктів необхідних для надання послуг з перевантаження та перевалки. У частині поточних зобов’язань бачимо зростання на порівняну суму, що дає підстави стверджувати про відношення таких зобов’язань до капітальних проектів компанії. Компанія не має боргових зобов’язань перед фінансовими установами станом на 31 грудня 2022 (табл. 2.19). Майно компанії необтяжене і знаходиться у власності підприємства.

Таблиця 2.19

Звіт про фінансовий стан ПрАТ “ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ” , тис. грн.

Показники	**31 грудня 2019**	**31 грудня 2021**	**31 грудня 2022**	**2021 vs 2019**	**2022 vs 2019**	**2022 vs 2021**
Необоротні активи	35 300	22 904	130 579	*-35%*	*270%*	*470%*
Оборотні активи	96 354	144 376	163 661	*50%*	*70%*	*13%*
Довгостр. зобов'яз. та забезп.	5 147	429	-	*-92%*	*-100%*	*-100%*
Поточні зобов'яз. та забезп.	111 299	150 970	277 279	*36%*	*149%*	*84%*
Чисті активи	**15 208**	**15 881**	**16 961**	***4%***	***12%***	***7%***

Джерело: сформовано автором на основі [214]

Незважаючи на декларований керівництвом компанії відкладений попит щодо ключових послуг, які надає бізнес – фінансові результати компанії за 2022 рік стали набільш позитивними за всі 3 роки (табл. 2.20). Переважно це пов’язано з попитом на послуги з перевалки продукції та зниженням інших витрат (-75%). Зростання адміністративних витрат на 51% у 2022 знизило рівень операційного прибутку в порівнянні з 2021 роком на 12%. Детальний звіт про фінансовий стан компанії доступний в Додатку Й.

Таблиця 2.20

Звіт про прибутки та збитки ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ" , тис. грн.

Показники	**2019**	**2021**	**2022**	**2021 vs 2019**	**2022 vs 2019**	**2022 vs 2021**
Чистий дохід від реалізації	121 919	134 145	225 781	*10%*	*85%*	*68%*
Собівартість реалізованої продукції	-102 493	-112 990	-198 874	*10%*	*94%*	*76%*
Валовий прибуток	**19 426**	**21 155**	**26 907**	***9%***	***39%***	***27%***
Інші операційні доходи	3 897	3 196	3 511	*-18%*	*-10%*	*10%*
Адміністративні витрати	-16 974	-16 950	-25 672	*0%*	*51%*	*51%*
Інші операційні витрати	-3 397	-5 305	-2 898	*56%*	*-15%*	*-45%*
Фінансовий результат від операційної діяльності	**2 952**	**2 096**	**1 848**	***-29%***	***-37%***	***-12%***
Інші доходи	566	-	83	*-100%*	*-85%*	-
Інші витрати	- 2 685	- 1 305	- 324	*-51%*	*-88%*	*-75%*
Фінансовий результат до оподаткування	**833**	**791**	**1 607**	***-5%***	***93%***	***103%***
Витрати з податку на прибуток	- 441	- 337	- 515	*-24%*	*17%*	*53%*
Чистий фінансовий результат	**392**	**454**	**1 092**	***16%***	***179%***	***141%***

Джерело: сформовано автором на основі [214]

Причини зростання матеріальних затрат у 2021 році не відображені у звітах компанії, ми припускаємо, що це сталося через початок реалізації одного з масштабних проектів компанії по побудові судна (табл. 2.21). Різкий ріст витрат на оплату праці в 2021 році особливо характерний враховуючи зниження чисельності персоналу з 301 людини в 2019 до 177 в 2021. Серед причин можливі наступні, оптимізація структури персоналу та перерозподіл функцій між меншою кількістю людей з підвищенням їх винагород, найм спеціалістів на умовах високої заробітної плати, коригування заробітної плати на інфляцію та загальне підвищення. Варто зазначити, що середня заробітня плата по підприємству зросла з 2019 року з 4 951 грн. в місяць до 12 955 грн у 2022 році. Детальний звіт про доходи та витрати компанії доступний в Додатку К.

Таблиця 2.21

Елементи операційних витрат ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ", тис. грн.

Показники	**2019**	**2021**	**2022**	**2021 vs 2019**	**2022 vs 2019**	**2022 vs 2021**
Матеріальні затрати	74 663	102 237	171 484	*37%*	*130%*	*68%*
Витрати на оплату праці	17 883	25 015	26 895	*40%*	*50%*	*8%*
Відрахування на соціальні заходи	3 864	3 057	1 851	*-21%*	*-52%*	*-39%*
Амортизація	3 027	2 612	3 364	*-14%*	*11%*	*29%*
Інші операційні витрати	16 809	11 305	17 293	*-33%*	*3%*	*53%*
Всього	**116 246**	**144 226**	**220 887**	***24%***	***90%***	***53%***

Джерело: сформовано автором на основі [214]

Показники оборотності компанії відповідають специфіці бізнесу. Протягом досліджуваного періоду ми бачим, що оборотність кредиторської заборгованості перевищує дебіторську, що є позитивною характеристикою застосованого підходу до управління робочим капіталом, адже компанія отримує кошти від клієнтів раніше, ніж за договорами має платити своїм постачальникам (табл. 2.20). Підвищення оборотності запасів у 2022 році пов'язано зі зміною фокусу діяльності компанії, так майже 69% послуг наданих в 2022 були пов'язані з перевалкою та перевантаженням вантажів.

Зниження показників маржинальності у 2022 році, відповідно до коментарів керівництва пов'язано з формуванням відкладеного попиту на ключові послуги підприємства та переорієнтацію діяльності бізнесу на поточні потреби країни та ринку (перевалка з морського транспорту на авто і навпаки).

Значення поточної та абсолютної ліквідності знаходять на рівні нижче нормативних значень, в основному через низький рівень запасів та готівкових коштів. Показник швидкої ліквідності знаходиться в рамках нормальних значень протягом періоду аналізу.

Коефіцієнт загальної заборгованості перевищує значення 0,5, що свідчить про фінансування підприємства переважно за рахунок запозичень. Зростання відношення заборгованості до капіталу в 2022 році пов'язано зі зростанням кредиторської

заборгованості за одержаними авансами та інших поточних зобов'язань, які переважно стосуються капітальних проектів компанії.

Таблиця 2.22

Ключові фінасові показники ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ", млн. грн.

Показники	**2019**	**2021**	**2022**
Показники оборотності			
Коефіцієнт оборотності ДЗ	254,15	334,68	244,13
Коефіцієнт оборотності КЗ	-371,27	-475,26	-395,14
Коефіцієнт оборотності запасів	22,28	41,46	15,44
Показники маржинальності			
Коефіцієнт рентабельності валового прибутку	*15,9%*	*15,8%*	*11,9%*
Коефіцієнт рентабельності операційного прибутку	*2,4%*	*1,6%*	*0,8%*
Коефіцієнт рентабельності чистого прибутку	*0,7%*	*0,6%*	*0,7%*
Показники ліквідності			
Поточні ліквідність	0,87	0,96	0,59
Швидка ліквідність	0,80	0,86	0,56
Абсолютна ліквідність	0,00	0,03	0,00
Показники платоспроможності			
Коефіцієнт відношення боргу до капіталу	7,66	9,53	16,35
Коефіцієнт загальної заборгованості	0,88	0,91	0,94

Джерело: сформовано автором на основі [214]

Відповідно до аудиторських висновків за 2021 та 2022 роки, компанія не проводить переоцінку запасів та основних засобів, що відповідно викривлює як рівень Чистих активів, так і фінансові результати за період. Відповідно до аудиторського звіту неможливо визначити точну суму корегування, тому воно було включено без числових значень (табл. 2.22) для того, щоб інвестор приймав рішення або щодо проведення додаткової перевірки з дозволу продавця або про домовленість щодо корегування ціни, оскільки невідповідність Чистих активів та EBITDA реальному стану підприємства є ризиком переплати в ході розрахунку ціни.

В аудиторському висновку наведена сума простроченої дебіторської заборгованості, під яку не формується резерв, відповідно сума Чистого робочого капіталу та EBITDA за період є завищеною, оскільки дебіторська заборгованість відображається за чистою вартістю реалізації. Це одне з ключових корегувань, яке має значний вплив на результати розрахунків.

Додатково компанія не нараховує резерв відпусток, що також викривлює реальний рівень зобов'язань компанії. Інформація щодо поточного балансу відпусток недоступна, тому нами було розраховано корегування без врахування балансу можливих накопичених працівниками днів відпустки (за минулі періоди). Розраховано, як результат поділу фонду оплати праці за рік для всіх працівників на кількість робочих днів в періоді та помножено на 28.

Останнім корегуванням є відображення потенційних штрафів за результатами судових справ з ПрАТ "Українське Дунайське Пароплавство". На основі аудиторського висновку неможливо визначити індикативну суму корегування, тому нами було включено дане корегування без числового значення, задля звернення уваги інвестора на необхідність врахування даного пункту або в ціні транзакції або в умовах ДКП.

Таблиця 2.23

Корегування до EBITDA ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ" , тис. грн.

Показники	**2021**	**2022**
EBITDA до коригувань	4 708	4 110
Потенційні коригування		
Переоцінка запасів та основних засобів	[...]	[...]
Резерв сумнівних боргів	- 14 726	- 25 764
Резерв під невикористані відпустки	- 2 802	- 2 930
Нарахування резерву під штрафи за результатами судових справ	[...]	[...]
EBITDA після коригувань	**- 12 820**	**- 24 584**

Джерело: сформовано автором на основі [214]

Описані вище корегування знайшли своє відображення в розрахунку Чистого боргу та Чистого робочого капіталу відповідно до природи коригувань (табл. 2.23 та 2.24).

Таблиця 2.24

Корегування до Чистого боргу ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ", тис. грн.

Показники	**2021**	**2022**
Чистий борг до коригувань	-281	-61 093
Потенційні коригування		
Штрафи за результатами судових справ	[...]	[...]
Резерв під невикористані відпустки (баланси за минулі роки)	[...]	[...]
Чистий борг після коригувань	**-281**	**-61 093**

Джерело: сформовано автором на основі [214]

Таблиця 2.25

Корегування до Чистого робочого капіталу ПрАТ "ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ" , тис. грн.

Показники	**2021**	**2022**
Чистий робочий капітал до коригувань	- 8 886	- 54 736
Потенційні коригування		
Резерв сумнівних боргів	- 14 726	- 25 764
Переоцінка запасів	[...]	[...]
Резерв під невикористані відпустки	- 2 802	- 2 930
Робочий капітал після коригувань	**- 26 414**	**- 83 430**

Джерело: сформовано автором на основі [214]

На основі доступної інформації ми змогли ідентифікувати представлені корегування, ми очікуємо, що за наявності доступу до більш детальної інформації буде необхідність в додаткових корегуваннях, наприклад, на капітальні витрати, розрахунки та баланси з пов'язаними особами, податкові оптимізації, тощо.

Таблиця 2.26

SWOT аналіз ПрАТ “ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ”

Сильні сторони (S)	**Слабкі сторони (W)**
- частка ринку суднобудівних та ремонтних робіт в регіоні – 60% станом на 2022 рік - широта ринків збуту - стабільна репутація - ефективне використання фінансових ресурсів - географічне положення - наявність кваліфікованого персоналу та бази основних засобів	- високий знос основних засобів - відсутність новітніх розробок - низький рівень автоматизації - низький рівень законтрактованих та ще не виконаних робіт - станом на кінець 2022 року чисті активи компаній становлять менше 50% розміру зареєстрованого статутного капіталу
Можливості (O)	**Загрози (T)**
- розвиток нових напрямків діяльності - розширення бази клієнтів - використання грантової підтримки для модернізації та оновлення - співробітництво з закордонними лідерами галузі	- погіршення геополітичної ситуації - подальше зростання цін на матеріали та енергоносії, загальний ріст інфляції - втрата ключового персоналу - руйнування споруд та обладнання

Джерело: сформовано автором

Стратегічні плани компанії до війни лежали у площині впровадження енерго- і матеріалозберігаючих технологій та за рахунок оптимізації водо- та енергопостачання, освоєння нових матеріалів та технологічних рішень; розробки проектів з конверсії суден та надання супутніх послуг підприємства та населенню за рахунок можливостей ливарного цеху, деревообробки, механічної обробки металів, реконструкція виробництва та доведення завантаженості виконання судноремонтних робіт до рівня 90-95% можливого, а також впровадження нових технологій та автоматизація виробництва.

Функціонування підприємства в умовах воєнного часу, значно змінило ключові плани та орієнтири компанії. Так компанією визначено необхідність подолання залежності від внутрішнього ринку та забезпечення вищої завантаженості наявних та додатково створених потужностей. Враховуючи зниження рівня чистих активів нижче зареєстрованого статутного капіталу, менеджмент компанії визначає за необхідне збільшення вхідних грошових потоків, зниження собівартості послуг, удосконалення організації виробництва, мобілізація внутрішніх резервів,

удосконалення маркетингової політики Товариства, оптимізація розподілу прибутку, зменшення суми поточних фінансових зобов'язань.

В сфері охорони навколишнього середовища заплановано заходи, що включають роботи по очищенню акваторій затону від нафтопродуктів та відходів, придбання пиловловлюючих установок, збирання та реалізації відходів, тощо.

2.3. Підходи до фінансування та оплати угоди злиття та поглинання

Розглядаючи питання фінансування та оплати транзакції, акцентуємо увагу на аспектах систематизації, уточнення, доповнення можливих джерел фінансування та проблемах їх вибору. Процес формування стратегії фінансування транзакції є складним та багатостороннім, в ході якого необхідно враховувати й реакцію ринку та сторін угоди на обрані підходи та інструменти.

У більшості досліджень "метод оплати" використовується як синонім до "джерел фінансування угод" [215]. Бесслер В., Дробец В. і Циммерман Дж. стверджують, що метод оплати і джерела фінансування незалежні одне від одного і, таким чином, повинні розглядатися та аналізуватися переважно окремо, проте також і разом [216].

Попередні дослідження доводять, наявність залежності між обраним підходом до фінансування та інструментами оплати, які будуть використані, наприклад взяття нових боргових зобов’язань зазвичай приводить до готівкових платежів із меншою ймовірністю до оплати акціями. Однак, дотепер детально не вивчено особливості фінансування угод злиття та поглинання [216-217].

Наявні методи фінансування M&A передбачають відмінності у витратах капіталу, фінансових ризиках, структурах управління, таким чином передаючи сигнали ринку і безпосередньо впливаючи на успіх або невдачу угоди та подальші фінансові результати для сторін угоди.

Державне регулювання може суттєво вплинути на результати угод M&A. Наприклад у Китаї уряд значно краще підтримує ресурсами та забезпечує можливості фінансування для державних підприємств, порівняно з приватним бізнесом [218].

Таким чином вплив методів фінансування M&A на результативність може варіюватися в залежності від типів власності.

Теоретичне підгрунтя для вибору методу фінансування сформовано теорією ієрархії джерел фінансування (pecking-order theory) та динамічною теорією ієрархії джерел фінансування (dynamic pecking-order-theory) [219-220].

Теорія ієрархії джерел фінансування виходить з твердження, що вартість фінансування збільшується зі зростанням асиметрії інформації між фірмами та власниками боргового та акціонерного капіталу. Асиметрія інформації формується коли одна сторона (управління) має більш точну та повну інформацію, ніж інша сторона (власники боргового та акціонерного капіталу). Тому фірми зазвичай використовують інструмент фінансування, який має найменшу асиметрію інформації і, отже, найменші відносні витрати. Відповідно, за таким підходом спочатку мають використовуватися власні кошти, потім борг і, нарешті, акції, роблячи акції найменш привабливим та найбільш дорогим варіантом фінансування.

Розширення базової теорії ієрархії джерел фінансування привело до появи динамічної її версії [220]. Висновок цієї теорії та емпіричні докази доводять, що компанії здійснюють емісію акцій, і часто у більшій кількості, ніж в даний момент їм необхідно, у моменти, коли асиметрія інформації між менеджментом і інвесторами відносно низька.

Якщо менеджмент вирішує провести емісію акцій, вказуючи, що це найдешевший варіант фінансування, який наразі доступний, це рішення дає різні сигнали, і потенційні інвестори зазвичай трактують це як сигнал переоціненості акції компанії [221]. Тому інвестори схильні знижувати власні оцінки компанії що призводить до зниження ціни акцій та ринкової вартості фірми. Натомість випуск боргових зобов'язань сигналізує про впевненість компаній у тому, що інвестиція є прибутковою, а ціна акцій можливо недооцінена. Таким чином, випуски боргових зобов'язань зазвичай віддають перевагу перед випусками акцій, що відповідає теорії ієрархії джерел фінансування.

Виділяють наступні ключові види фінансування транзакцій:

- Фінансування за рахунок власних коштів. Цей варіант фінансування вважається одним з найдорожчих. Угоди з 100% фінансуванням за рахунок власних коштів є рідкісними, через негативний вплив на ліквідність компанії покупця, високі ризики та високу ціну транзакцій (досить незначна кількість компаній має достатню кількість вільних грошових коштів для проведення транзакцій);
- Емісія акцій є найдорожчим видом фінансування, оскільки окрім додаткових витрат на емісію акцій відбувається розмиття (dilution) права власності поточних акціонерів компанії-Покупця і додатково числені дослідження підтверджують, що інформація щодо використання емісії акцій як метода фінансування та оплати на транзакції негативно сприймається ринком, через те, що з точки зору учасників ринку це може свідчити або про обмежений доступ до фінансових ресурсів (включаючи різні варіанти кредитування) або про значну переоцінку акцій компанії.
- Використання механізму Earn- out. Механізм полягає у відстроченій оплаті частини вартості компанії, яка прив’язана до досягнення нею певних фінансових показників через узгоджені періоди часу. Якщо компанія досягає їх, то здійснюється виплата. Проте кошти, які відносяться до Earn-out, компанія-Покупець має внести одразу на ескроу рахунок, який знаходиться під наглядом юристів та може бути використаний лише за участі 3 сторін (юристи, Покупець та Продавець) і відповідно виконання умов вивільнення коштів відповідно до ДКП.
- Використання механізму LBO. Механізм Leveraged buyout представляє собою кредит наданий під заставу активів компанії, що купується. Даний механізм вважається одним з найбільш ризикових, але одночасно дуже вигідним у випадку успішного функціонування придбаного бізнесу.
- Використання класичних банківських кредитів. Переважно дослідження доводять, що угоди профінансовані за рахунок отримання нових кредитів мають кращу результативність, в порівнянні з іншими видами фінансування, в

тому числі у випадку використання вже існуючих до моменту угоди кредитних ліній.

- Використання asset –based кредитів. Кредити отримані під заставу майна компанії-Покупця, зазвичай запасів чи дебіторської заборгованості, основних засобів.
- Випуск облігацій вимагає додаткового часу та витрат на підготовку та здійснення випуску.
- Фінансування третіми сторонами зазвичай відбувається за рахунок залучення приватних фондів.
- Створення JV (joint venture) може бути одним з шляхів фінансування транзакції та поділу ризиків між учасниками, проте часто досить складно знайти сторони, які в той же момент будуть зацікавлені в створенні JV для визначеної цілі.
- Використання VTB (Vendor take-back) фінансування. Форма фінансування за якого Продавець (вендор) надає позичку Покупцю для покриття частини витрат на купівлю компанії.
- Використання механізму зворотнього лізинг (sale and lease back). Підхід за яким Покупець може продати та одночасно взяти в лізинг або власні активи або активи компанії-Таргета.
- Використання мезонінного фінансування (mezzanine financing). Гібридний вид фінансування (між боргом та капіталом), який надає можливість позикодавцю конвертувати борг в акції компанії у випадку неможливості сплати боргу.

Відповідно до досліджень боргове фінансування (наприклад, банківський кредит, SBA кредит, приватний займ, тощо) має позитивний вплив на ефективність угод [222]. Боргове фінансування може служити для зменшення рівня власної зацікавленості менеджерів, тим самим зменшуючи агентські витрати та збільшуючи вартість фірми [35]. Хакбарт Д. і Мауер Д. стверджують, що боргове фінансування обмежує контроль керівництва над вільними грошовими потоками, тим самим обмежуючи контроль над приватною вигодою акціонерів, і може допомогти у покращенні інвестиційної ефективності компаній [223]. Через боргове фінансування

покупці сигналізують ринку, що акціонери та керівники мають вищі очікування щодо майбутніх доходів. В результаті, компанії потенційно легше отримати необхідні запозичення, вартість капіталу знижується, а результати діяльності компанії покращуються. В той час, як фінансування за рахунок власного капіталу переважно сприймається ринком негативно. Інвестори вважають, що завищена ціна акцій не сприяє довгостроковій операційній ефективності компанії, і вони не бажають купувати акції, тим самим збільшуючи витрати на фінансування та знижуючи ефективність фірми. Мартинова М. та Реннебуг Л. показують, що боргове фінансування може підвищити ринкову вартість компаній M&A в Європі [224].

Згідно з теорією сигналів, акціонери та керівники впливають на інвестиційні рішення зовнішніх інвесторів, розкриваючи для них внутрішню інформацію. На основі інформації щодо інструментів фінансування зовнішні інвестори можуть точніше оцінити вартість і потенціал майбутнього розвитку компанії. Шляхом отримання боргового фінансування керівники сигналізують ринку, що акціонери та керівники мають вищі очікування щодо майбутніх прибутків. У результаті компанії легше отримати необхідних коштів у вигляді боргу на ринку, знижується вартість капіталу, і покращується його ефективність. В свою чергу фінансування за рахунок емісії акцій виступає негативним сигналом ринку про те, що ціна акцій компанії завищена. Інвестори вважають, що завищена ціна акцій не сприяє довгостроковій ефективності операцій компанії, і вони неохоче купують акції, тим самим збільшуючи витрати на фінансування та знижуючи продуктивність фірми [225].

Велика частина фінансування за рахунок боргу у певних корпоративних придбаннях може бути пояснена складністю емісії акцій для великих угод. Однак в ході прийняття рішень варто враховувати податковий ефект. Податковий відсоток створює податковий щит, отже, стимулює фінансування за рахунок боргу [226].

Попередніми дослідженнями виявлено, що вищі податкові ставки збільшують ймовірність проведення придбання за рахунок боргу на основі аналізу транзакцій, що були або на 100% профінансовані за рахунок боргу або 100% за рахунок емісії акцій у США [227]. Обмеження кредиту за іноземними податками (foreign tax credit) в США

значно впливає на рішення використовувати борг або внутрішні кошти для фінансування угоди за готівку [228].

Проте існують й негативні аспекти фінансування боргом. Кілька досліджень моделювали ці недоліки, пояснюючи, чому ми не спостерігаємо компаній, які фінансуються на 100% за рахунок боргу, наприклад, через фінансові витрати та обмежений доступ до ринку капіталу через недостатність активів для застав [229]. Важливо відмітити, що компанії-Покупці, які не є прибутковими не мають стимулу знижувати витрати на податки.

Науковцями підтверджено, що компанії в країнах з високими податками використовують переважно борг для фінансування угод злиття та поглинання. Цей ефект особливо можна виявити для прибуткових компаній-Покупців та на великих угодах. Авторами представлено, що проведення угоди з неприбутковою компанією може сприяти використанню власного капіталу, якщо компанія-Покупець є прибутковою, оскільки збитки компанії-Таргета можуть використовуватися для зменшення оподатковуваного прибутку компанії –Покупця [226].

Іншим аспектом, який може пояснювати успішність транзакцій, що фінансуються за рахунок боргу - це той факт, що кредитори проводять аналіз компанії -Таргета, оцінюють потенційні ризики для себе і у випадку надання кредиту, проведений аналіз та прийняте рішення кредитором виступає додатковою гарантією потенційної успішності /безпечності транзакції. Окремі дослідження доводять, що позитивний ефект від боргового фінансування реалізується виключно у випадку отримання нового кредиту для цілей фінансування транзакції, використання відкритих до угоди кредитних ліній не має аналогічного позитивного ефекту [230].

Одним з ключових недоліків для компанії-емітента акцій є загрози агресивного поглинання інвесторами, що можуть скористатися додатковою емісією, розмивання структури власності, зміцнення корпоративного контролю окремими учасниками ринку [24]. Переваги ж полягають у гнучкості здійснення платежів за акціями та емісійної політики.

Проте, більшість досліджень підкреслюють позитивний вплив боргового фінансування. Боргове фінансування полегшує моніторинг і надсилає сигнал ринку про те, що ціна акцій недооцінена.

Важливим для реалізації угоди рішенням є також вибір способу оплати. Виділяють три найпопулярніші можливі варіанти: оплата грошима, оплата акціями або різноманітні поєднання цих двох варіантів. Основна перевага режиму оплати готівкою полягає в тому, що власність акціонерів і прибуток на акцію не розмиваються [231].

Хуанг Ю. та Волкінг Р. довели, що більша частка готівки, яка використовується в угодах злиття та поглинання, приводить до вищих понаднормових прибутків як для покупців, так і для акціонерів Таргет компаній [232]. Андре П. та інші підтвердили цей результат [233].

Головним недоліком способу оплати акціями є те, що для завершення угоди потрібно більше часу. Це також передбачає збільшення транзакційних витрат і велику кількість юридичних процедур для угоди.

Чо Х. та Ан Х. досліджували транскордонні злиття та поглинання, розглянувши 4 720 транзакцій із 42 країн, виявили, що транскордонні угоди злиття та поглинання через оплату акціями, зазвичай негативно впливають на вартість акціонерів [234].

Згідно з дослідженнями Мартіна К. покупець віддасть перевагу оплаті власними коштами, якщо вони у нього є й оскільки компанії часто мають обмежені резерви готівки, вони повинні розглядати можливість взяття боргу [235]. З іншого боку Майерс С. і Майлуф Н. у своїх дослідженнях показали, що повна оплата акціями може негативно сприйматися ринком, оскільки формується розуміння, що компанія має недостатній доступ до фінансових ресурсів [219].

У роботах Мартіна К. і Майерса С. і Майлуфа Н. вказано, що фінансова структура угоди є значимою для обох сторін [219,235]. Ла Бруслеір Х. показує позитивне співвідношення між відсотком готівки в пропозиції та премією за злиття [236]. Екбо Б. також підтверджує ці висновки та виявляє, що премія частіше є вищою в угодах, де оплата відбувається грошовими коштами або з значним відсотком грошових коштів в структурі [237].

Мартинова М. та Реннебуг Л. досліджували 2 109 європейських угод про злиття та поглинання між 1993 і 2001 роками та виявили, що покупці з фінансуванням, пов'язаним з готівкою, отримують суттєво позитивніші надлишкові прибутки (+ 1,03%) після оголошення про угоду, тоді як покупці, які оплачують акціями, отримують позитивні, але мало вагомі результати [238]. Александрідіс Г. та ін. отримав схожі результати для 3 811 завершених угод у США між 2010 і 2015 роками, де покупці, які використовують 100% оплату акцій, мають незначний ефект [239].

Змішаний спосіб оплати – це поєднання готівкового та безготівкового способу оплати. У цьому методі оплати винагорода за покупку стягується готівкою, акціями та боргом. У змішаних платіжних угодах понаднормовий прибуток як покупця, так і компанії-Таргета відрізняється від усіх готівкових і біржових угод [226].

Використовуючи інформацію бази даних Orbis M&A ми виділили дані щодо транзакцій виключно злиття та поглинання за 2018-2023 роки. Серед більш ніж 288 тисяч транзакцій, які відповідають нашому запиту для 34 216 наявна інформація щодо ціни транзакції. Інформація щодо методу оплати доступна для трохи більше, ніж 33 тисяч транзакцій, а щодо методу фінансування для – більше, ніж 20 тисяч транзакцій. Для аналізу ми використовували також інформацію щодо індустрій в яких працюють компанії, дані щодо рівня виручки, EBITDA, ринкової капіталізації та ринкового курсу акцій компанії-Покупця до оголошення про угоду та після завершення угоди (для всіх показників окрім курсу акцій порівнювалися дані до оголошення та через рік після закриття угоди; курс акцій використовувався до оголошення та одразу після закриття угоди).

Проведене дослідження дає підстави стверджувати, що збільшення капіталу шляхом емісії акцій або інших шляхів використовується найчастіше в якості інструментів фінансування транзакцій. Частка транзакцій за якими відомо про використання нових кредитів коливається між 4% та 6% протягом досліджуваного періоду (табл. 2.26). Фіксується тенденція до зниження частки даного інструменту у вибірці. Відмітимо низький рівень відкритості інформації щодо використовуваних інструментів. Така тенденція може бути пов'язана з стрімким зростанням відсоткових ставок та нестабільності навколишнього середовища, а отже й підвищеним рівнем

ризиковості, що підвищує вартість залучення кредитних ресурсів та зниження готовності банківських установ надавати кредитування для цілей фінансування транзакцій злиття та поглинання.

Таблиця 2.27

Кількість транзакцій за кожним видом фінансування з 2018 по 2023, одиниць.

Показники	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Вливання капіталу - розміщення продавцем	2 075	1 727	1 712	2 000	1 327	99
Збільшення капіталу	2 015	1 990	1 700	1 263	1 481	83
Новий кредит	266	227	188	202	141	8
Leverage	227	214	185	210	129	6
Інше	160	158	145	148	124	7
Всього	**4 743**	**4 316**	**3 930**	**3 823**	**3 202**	**203**

Джерело: сформовано автором на основі [240]

Аналіз розподілу інструментів за індустріями дає можливість зробити висновок про відсутність індустрій, які використовують виключно один вид фінансування (табл. 2.27 та 2.28).

Таблиця 2.28

Розподіл транзакцій, де було використано випуск акцій у якості методу фінансування за індустріями, одиниць

Показники	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Інші послуги	1 138	1 070	1 113	1 188	834	49
Машини, обладнання, меблі, переробка	745	630	532	438	424	18
Хімічні речовини, гума, пластмаси, неметалічні вироби	397	330	255	231	200	24
Метали та вироби з них	324	262	235	188	172	28
Первинний сектор (сільське господарство, гірнича промисловість тощо)	191	215	272	214	232	9
Будівництво	169	171	151	154	176	6
Оптова та роздрібна торгівля	226	180	155	131	116	4
Інше	813	754	605	619	537	35
Всього	**4 003**	**3 612**	**3 318**	**3 163**	**2 691**	**173**

Джерело: сформовано автором на основі [240]

Таблиця 2.29

Розподіл транзакцій, де були використано нові кредити у якості методу фінансування за індустріями, одиниць

Показники	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Інші послуги	94	72	57	71	57	6
Машини, обладнання, меблі, переробка	40	29	17	25	15	0
Хімічні речовини, гума, пластмаси, неметалічні вироби	19	27	21	18	14	0
Оптова та роздрібна торгівля	28	12	13	13	7	1
Будівництво	12	14	10	8	6	0
Видавництво, поліграфія	6	15	7	11	7	0
FMCG	11	6	4	5	10	0
Інше	52	48	54	49	21	1
Всього	**262**	**223**	**183**	**200**	**137**	**8**

Джерело: сформовано автором на основі [240]

Частка транзакцій за якими після завершення угоди за використання кредитних коштів фіксувалося зростання виручки у компанії-Покупця в поріняні з тими транзакціями, де використовувалося збільшення капіталу є вищим. Коливання у межах 16%-100% за періоди 2018-2023 від всіх транзакцій, які використовували кредити, у той час, як лише 62%-76% транзакцій, що використовували збільшення капіталу в якості інструменту фінансування показали зростання виручки після завершення угоди (табл. 2.29)

Аналогічні тенденції простежуються в динаміці показника EBITDA компаній-Покупців після завершення транзакції. Частка транзакцій за якими зафіксовано зростання показника після завершення угоди і використовувалися нові кредитні лінії коливається в діапазоні 53% -75% протягом 2018-2023 років. В той час, як за використання фінансування транзакції за рахунок збільшення капіталу частка транзакцій з ростом EBITDA компанії-Покупця коливається у межах 50%-55% протягом аналізованого періоду (табл. 2.30).

Динаміка ринкової капіталізації компанї-Покупця є більш волатильною, протягом аналізованого періоду позитивну динаміку у випадку використання кредитних коштів показувало 34%-67% усіх транзакцій, що використовували даний

метод для фінансування угоди, у випадку фінансування за рахунок збільшення капіталу діапазон коливань знаходиться в межах 32%-59% (табл. 2.31).

Порівнюючи вплив вибору інструментів фінансування на курс акцій компанії-Покупця спостерігаємо аналогічну тенденцію: при використанні кредитних коштів зростання курсу акцій фіксується за 42%-75% транзакцій у період з 2018 по 2023 роки, в той час, як фінансування за рахунок збільшення капіталу привело до зростання лише у 43%-54% усіх транзакцій, які використовували даний інструмент в межах доступної нам інформації (табл. 2.31).

Для дослідження впливу типу інструменту, який використовується для оплати на конкретній транзакції на фінансовий стан та вартість компанії - Покупця, нами використано базу транзакцій злиття та поглинання з бази Orsid M&A з 2018 до 2023 року. Для 2023 року інформація щодо інструментів оплати є більш обмеженою, оскільки за значною частиною транзакцій дана інформація не розкривалася, також деякі транзакції ще не були доведені до фінальних стадій, У табл. 2.32.інформація про те, що на глобальному рівні на переважній більшості транзакцій оплата відбувається за допомогою грошових коштів. Протягом досліджуваного періоду відсоток транзакцій, які використовували грошові кошти для оплати коливався у діапазоні від 58% до 62% від всього обсягу транзакцій за якими доступна інформація щодо інструментів оплати.

Таблиця 2.30

Розподіл транзакцій за кожним видом інструментів оплати з 2018 по 2023, одиниць

Показники	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Грошові кошти	4 859	4 516	3 861	3 750	3 298	239
Акції	1 519	1 253	1 222	1 321	912	79
Зобов'язання	498	393	325	345	274	22
Earn-out	297	325	282	344	269	22
Грошові резерви	287	311	353	335	270	16
Інше	513	433	388	377	338	21
Всього	**7 973**	**7 231**	**6 431**	**6 472**	**5 361**	**399**

Джерело: складено автором на основі [240]

Таблиця 2.31

Розподіл транзакцій за якими фіксуються позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) виручки компанії-покупця через рік після завершення транзакції, одиниць

Показники	2018			2019			2020			2021			2022			2023		
	N	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**
Вливання капіталу	477	1 264	120	392	1 058	96	369	967	156	298	1 372	174	233	862	102	13	59	10
Збільшення капіталу	761	1 226	18	642	1 293	38	616	951	37	303	909	33	406	1 051	19	15	67	1
Новий кредит	55	192	6	58	156	7	47	110	12	32	155	11	26	96	11	0	8	0
Інше	96	266	14	97	242	18	86	188	19	63	261	22	61	161	18	1	8	2
Всього	**1 389**	**2 948**	**158**	**1 189**	**2 749**	**159**	**1 118**	**2 216**	**224**	**696**	**2 697**	**240**	**726**	**2 170**	**150**	**29**	**142**	**13**

Джерело: складено автором на основі [240]

Таблиця 2.32

Розподіл транзакцій за якими фіксуються позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) EBITDA компанії-покупця через рік після завершення транзакції, одиниць

Показники	2018			2019			2020			2021			2022			2023		
	N	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**
Вливання капіталу	710	710	0	616	653	1	630	654	0	802	718	0	476	499	0	30	35	0
Збільшення капіталу	557	536	0	520	661	0	449	683	0	399	496	1	483	696	2	22	19	0
Новий кредит	73	128	0	70	106	0	53	76	0	61	96	0	52	59	1	2	6	0
Інше	120	165	0	110	152	0	99	113	0	85	167	0	71	104	0	3	6	0
Всього	**1 460**	**1 539**	**0**	**1 316**	**1 572**	**1**	**1 231**	**1 526**	**0**	**1 347**	**1 477**	**1**	**1 082**	**1 358**	**3**	**57**	**66**	**0**

Джерело: складено автором на основі [240]

Таблиця 2.33

Розподіл транзакцій за якими фіксуться позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) ринкової капіталізації компанії-покупця через рік після завершення транзакції, одиниць

Показники	2018			2019			2020			2021			2022			2023		
	N	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**
Вливання капіталу	720	893	3	495	838	1	478	785	2	621	877	9	651	392	1	40	39	0
Збільшення капіталу	668	494	3	557	619	2	561	476	1	323	491	3	769	274	0	40	30	0
Новий кредит	98	88	0	52	103	1	44	74	0	50	101	0	70	37	1	1	6	0
Інше	145	115	1	93	141	3	71	124	2	91	145	3	122	53	2	6	5	0
Всього	**1 631**	**1 590**	**7**	**1 197**	**1 701**	**7**	**1 154**	**1 459**	**5**	**1 085**	**1 614**	**15**	**1 612**	**756**	**4**	**87**	**80**	**0**

Джерело: складено автором на основі [240]

Таблиця 2.34

Розподіл транзакцій за якими фіксуються позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) ціни акції компанії-покупця в день закриття угоди, одиниць

Показники	2018			2019			2020			2021			2022			2023		
	N	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**
Вливання капіталу	577	445	2	492	409	7	170	139	0	336	323	4	373	274	3	21	16	1
Збільшення капіталу	202	149	1	179	164	0	76	81	0	88	105	0	162	138	1	4	15	0
Новий кредит	73	76	0	48	71	0	11	16	0	28	37	0	43	26	0	1	2	0
Інше	84	76	1	76	90	0	18	31	1	39	54	0	56	40	0	3	4	0
Всього	**1 138**	**895**	**5**	**974**	**898**	**7**	**351**	**348**	**1**	**579**	**624**	**4**	**796**	**616**	**5**	**33**	**52**	**1**

Джерело: складено автором на основі [240]

Грошові кошти переважають інші інструменти оплати в усіх індустріях, доступних нам для аналізу. В яких індустріях відбулося найбільше транзакцій з використанням грошових коштів, зауважуємо, що окрім сфери послуг, машинобудування, хімічна промисловість та оптова й роздрібна торгівля є в лідерах серед інших індустрій (див. табл. 2.33)

Таблиця 2.35

Розподіл транзакцій, де були використанні грошові кошти за індустріями, одиниць.

Показники	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Інші послуги	1 417	1 311	1 150	1 129	876	47
Машини, обладнання, меблі, переробка	951	831	664	599	545	34
Хімічні речовини, гума, пластмаси, неметалічні вироби	452	430	335	316	269	31
Оптова та роздрібна торгівля	319	265	235	214	180	9
Будівництво	231	216	214	186	198	15
Первинний сектор (сільське господарство, гірнича промисловість тощо)	161	179	239	166	222	14
Метали та вироби з них	212	159	149	140	120	16
Інше	1 116	1 125	875	1 000	888	73
Всього	**4 859**	**4 516**	**3 861**	**3 750**	**3 298**	**239**

Джерело: сформовано автором на основі [240]

Акції у свою чергу активно використовуються теж у сфері послуг, індустрії обробки металів, машинобудувнаня, хімічній промисловості та первинним секторам (як то аграрний, видобувний, тощо). Деталі представлено в табл. 2.34.

Нами було проаналізовано динаміку чотирьох показників компанії-Покупця після завершення угоди, а саме: через рік після завершення рівень виручки, EBITDA та ринкової капіталізації та в момент завершення угоди – ціна акцій. Рівень цих показників був порівняний з їх значеннями до проведення угоди, а для ціни акцій до оголошення про угоду. Результати представлено в Додатках Л - О.

Таблиця 2.36

Розподіл транзакцій, де були використанні акції за індустріями, одиниць.

Показники	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Інші послуги	444	418	487	560	361	25
Метали та вироби з них	201	162	140	110	104	22
Машини, обладнання, меблі, переробка	163	129	113	127	87	3
Хімічні речовини, гума, пластмаси, неметалічні вироби	145	82	68	72	46	3
Первинний сектор (сільське господарство, гірнича промисловість тощо)	85	86	64	86	47	1
Банки	107	94	59	55	45	9
Видавництво, поліграфія	66	48	55	64	39	4
Інше	308	234	236	247	183	12
Всього	**1 519**	**1 253**	**1 222**	**1 321**	**912**	**79**

Джерело: сформовано автором на основі [240]

За результатами аналізу виявлено, що зміна виручки компанії покупця через рік після завершення угоди не має відчутної залежності від інструменту оплати за угодою (Додаток Л). Кількість транзакцій за якими відбулося зниження виручки у відсотковому виражені знаходиться на приблизно одному рівні для транзакцій, де використовувалися грошові кошти та акції. Починаючи з 2022 року, зафіксовано незначну розбіжність у кількості транзакцій з позитивною зміною виручки у випадку використання готівкових коштів з тими, де використовують акції.

Показник EBITDA є більш чутливим і проаналізувавши його бачимо, що кожен рік протягом досліджуваного періоду більше транзакцій мали ріст EBITDA, якщо там використовувалися переважно готівкові кошти у порівнянні з транзакціями, де використовували акції (де переважають ситуації зі зниженням EBITDA. (Додаток М).

За наявною інформацією ринкова капіталізація компанії-Покупця знижувалася для більшої частини транзакцій, що використовували грошові кошти у якості інструменту оплати (Додаток Н). Це спостереження дисонує з загальноприйнятим розумінням позитивних реакцій ринку при використанні під час закриття угоди грошових коштів у якості інструменту оплати.

Щодо динаміки ціни акцій компанії-Покупця після закриття угоди, аналогічно на доступних нам даних ми спостерігаємо, що у відсотках більше транзакцій, які використовували акції мають позитивну динаміку в порівнянні з тими, що

використовували грошові кошти (Додаток О). Це спостереження, також, не підпадає під загальноприйняте бачення, яке полягає у позитивній оцінці учасниками ринку використання грошових коштів у якості інструменту оплати.

Також, на основі проведеного дослідження виявлено, що серед групи транзакцій, які використовували грошові кошти у якості інструменту оплати та за якими було виявлено зростання виручки компанії покупця після угоди, це зростання у період з 2018 по 2023 коливалося в діапазоні від нуля до 40% для 74% - 82% транзакцій. Аналогічний показник для транзакцій, які використовували акції в якості інструменту оплати справджується для 65% - 76% транзакцій.

Для транзакцій, за якими зафіксовано падіння виручки компанії-покупця після транзакції і які використовували грошові кошти падіння було на рівня 0-40% для 72%-83% в період з 2018 по 2023; для тих, хто використовував акції цей результат справджується для 60%-67% транзакцій. Деталі показано на рисунку 2.6

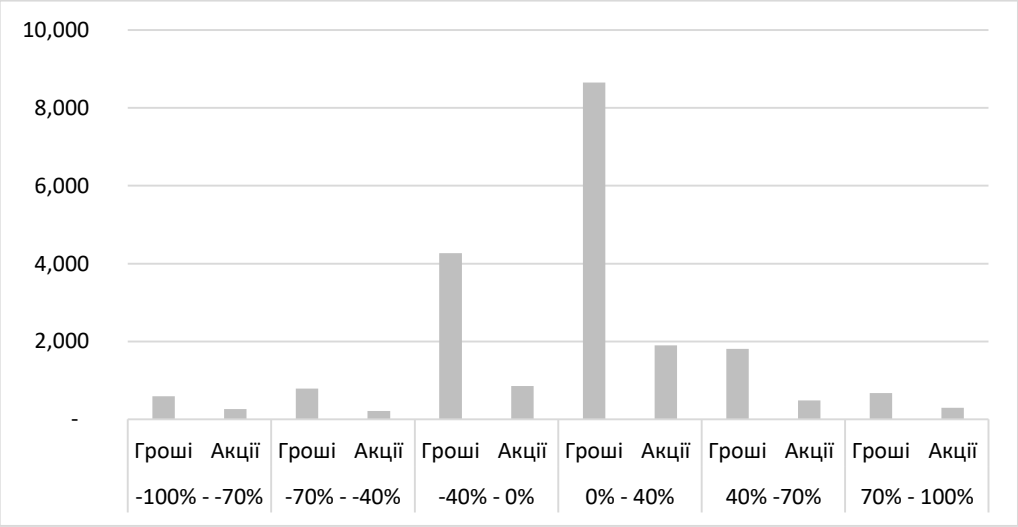

Рис. 2.6. Розподіл транзакцій за 2018-2023 роки відповідно до зміни (%) виручки компанії-Покупця після завершення угоди, од.

Джерело: сформовано автором на основі [240]

Аналізуючи динаміку показника EBITDA бачимо, що серед транзакцій з позитивною динамікою показника для компаній-Покупців зростання склало від 0% до 40% для 60% - 72% транзакцій, які використовували грошові кошти в якості інструменту оплати та 55%-68% для тих, хто користувався акціями (діапазон коливань показано для 2018-2023 років). Негативна зміна показника EBITDA в

наступному звітному періоді після транзакції на рівня від 0% до 40% справджувалася для 54%-69% транзакцій, де використовувалися грошові кошти та для 54%-65%, де використовувалися акції. Деталі показано на рисунку 2.7

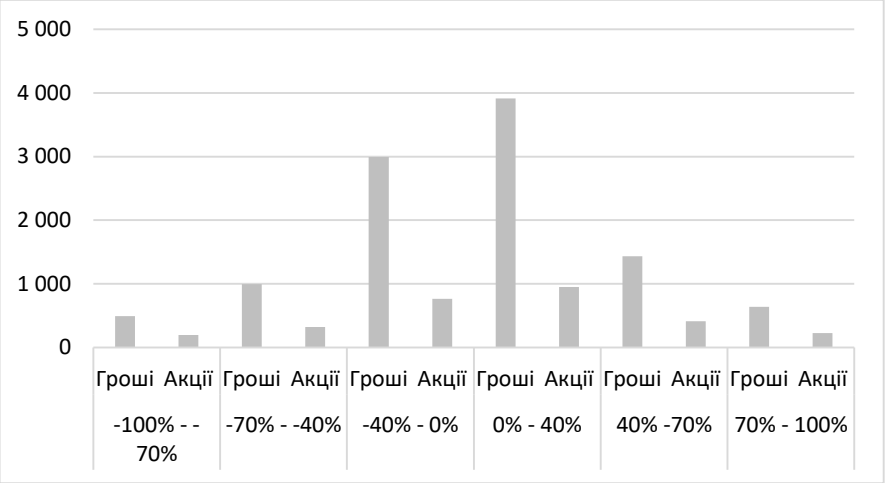

Рис. 2.7. Розподіл транзакцій за 2018-2023 роки відповідно до зміни (%) EBITDA компанії-Покупця після завершення угоди, од.

Джерело: сформовано автором на основі [240]

Група транзакцій, де фіксувалося зростання ринкової капіталізації компаній-Покупців і використовувалася готівка переважно показували ріст в діапазоні 0%-40% (62%-79% транзакцій), у тих, де використовували для оплати акції аналогічно ріст фіксується переважно в діапазоні 0%-40%, але для 61%-69% в період з 2018 по 2023.

Зниження ринкової капіталізації компанії-Покупця після закриття угоди також переважно знаходиться в діапазоні 0%-40% для 77%-85% транзакцій, які оплачувалися за допомогою готівкових коштів та для 58%-69% тих, де використовувалися акції у період з 2018 по 2023 роки. Деталі показано на рисунку 2.8.

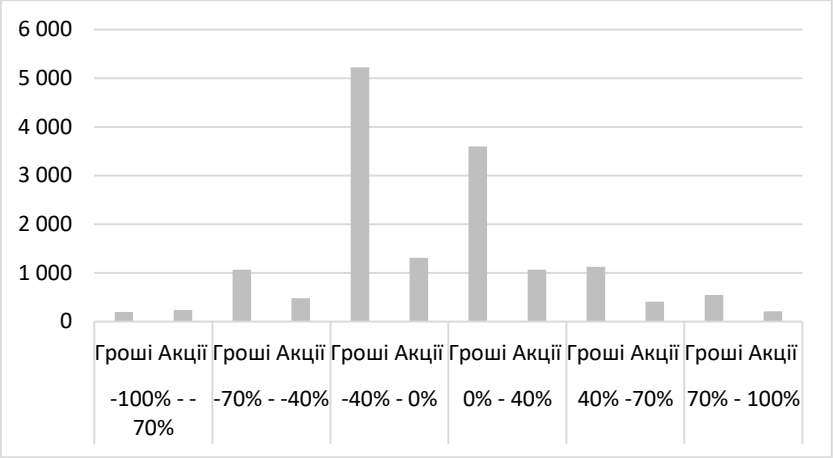

Рис. 2.8. Розподіл транзакцій за 2018-2023 роки відповідно до зміни (%) ринкової капіталізації компанії-Покупця після завершення угоди, од.

Джерело: сформовано автором на основі [240]

Позитивні коливання акцій компанії-Покупця одразу після закриття угод з використанням готівкових розрахунків переважно знаходилися нижче 40% в порівнянні з ціною акцій до оголошення угоди (для 95%-96% транзакцій); у випадку використання акцій, як методу оплати, аналогічний рівень досягали 81%-92% транзакцій. Негативні коливання ціни акції компанії покупця знаходилися нижче рівня -40% для 92%-100% транзакцій, які використовували грошові кошти для оплати та 79%-92% транзакцій, які використовували акції у період 2018-2023.

Аналіз зміни курсу акцій компанії-Покупця через тиждень та місяць після завершення угоди є порівняним з зміною одразу після завершення угоди. Деталі показано на рисунку 2.9.

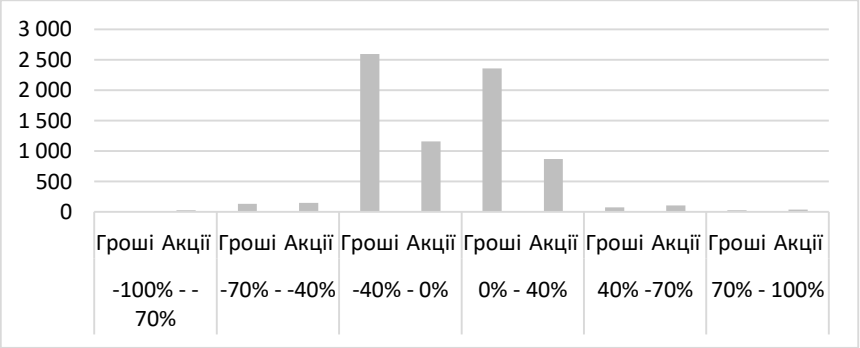

Рис. 2.9. Розподіл транзакцій за 2018-2023 роки відповідно до зміни (%) курсу акцій компанії-Покупця після завершення угоди, од.

Джерело: сформовано автором на основі [240]

В ході вибору підходу до фінансування необхідно визначитися з обсягом фінансування, врахувати переваги та недоліки інструментів фінансування та вплив їх використання на різних гравців ринку.

Для визначення обсягу фінансування необхідно вирішити наступні питання:

- оцінка вартості транзакції, включаючи: ціну на акції або активи компанії-Таргета (у разі оплати грошовими коштами необхідно визначити, які зміни можуть відбутися з грошовим потоком компанії, та яке надходження коштів може бути згенерований від продажу активів непрофільних компанії-Таргета); врахувати суму існуючих зобов'язань, які повинні бути сплачені компанією-Покупцем; адміністративні та/або податкові витрати, пов'язані з операцією; витрати, на оплату послуг консультантів та посередників під час проведення угоди (консультанти, оцінщики, інвестиційні банкіри, юристи, тощо)
- необхідно оцінити, потребу в грошових коштах після завершення угоди для функціонування нової, об'єднаної компанії, включаючи: потребу в оборотних коштах на найближчий період; виплати за вирішення судових позовів та виплати за вимогами (якщо вони виявляються під час досліджень); заплановані витрати на інвестиції (поточна заміна обладнання).
- потрібна оцінка розширення бізнесу після завершення угоди, включаючи: - майбутні капітальні інвестиції для забезпечення подальшого розвитку, - витрати на маркетинг [241].

Далі обираючи між фінансуванням за рахунок власного капіталу, емісії акцій або кредиту чи комбінацію цих інструментів, варто проаналізувати та врахувати вартість грошей за кожним з варіантів, фінансові ризики, вплив на структуру власності, врахувати тип власності та пільгові умови/преференції доступні виключно даному підприємству, розрахувати вплив податкового щита, спрогнозувати ймовірну реакцію ринку на вибір того чи іншого інструменту.

Вибір методів оплати M&A залежить від низки факторів. Серед них такі фактори, як стан ліквідності, ризик, кредитне плече, структура власності, вартість капіталу, структура капіталу, податкові наслідки, дивідендна політика, премія, ринкова ціна акцій, державні правила та положення, прибуток, вільний грошовий потік, потік

власного капіталу, рентабельність власного капіталу, ринкова до балансової вартості, потік боргу, вартість трансакції та готовність цільової компанії фінансовий леверидж, розмір угоди, податкові міркування, Q Тобіна, рівень інформаційної асиметрії, можливості стратегічного зростання, бізнес-цикл, корпоративне управління, мотиви угоди та державні правила та регулювання значно впливають на рішення щодо вибору методу оплати в угоді M&A.

Використання власних коштів для оплати має позитивний ефект, якщо компанія-Покупець має бажання та потребу використати вільні грошові кошти. З точки зору акціонерів компанії-Трагета пропозиція з оплатою грошовими коштами є більш бажаною. Оскільки, акціонери можуть одразу реінвестувати, або використовувати іншим чином отримані доходи, не витрачаючи час на продаж акцій (якими вони отримали оплату) та не зазнаючи витрат або втрат від виконання цієї операції. Проте є в цьому підході недолік, пов’язаний зі збільшенням податкових зобов’язань для продавця.

Нами сформовано структурно-логічну схему прийняття рішень щодо фінансування (рисунок 2.10). Схема показує кроки в ході прийняття рішення щодо фінансування. Додатково необхідно проводити розрахунки економічної доцільності використання кожного з інструментів в конкретних умовах, які доступні підприємству. Варто враховувати, що оскільки в переважній кількості наукових джерел, а також з точки зору диверсифікації ризиків, рекомендованим є поєднання декількох джерел фінансування, то додатково необхідно проводити моделювання, комбінуючи в різних пропорціях доступні види фінансування з урахуванням наявних обмежень, задля формування найбільш вигідного підходу до фінансування угоди.

Використання запропонованої структурно-логічної схеми приведе до оптимізації витрат часу управлінського персоналу в процесі прийняття управлінського рішення, а також сприятиме зниженню фінансових витрат, що виникають в результаті некоректного вибору інструменту фінансування.

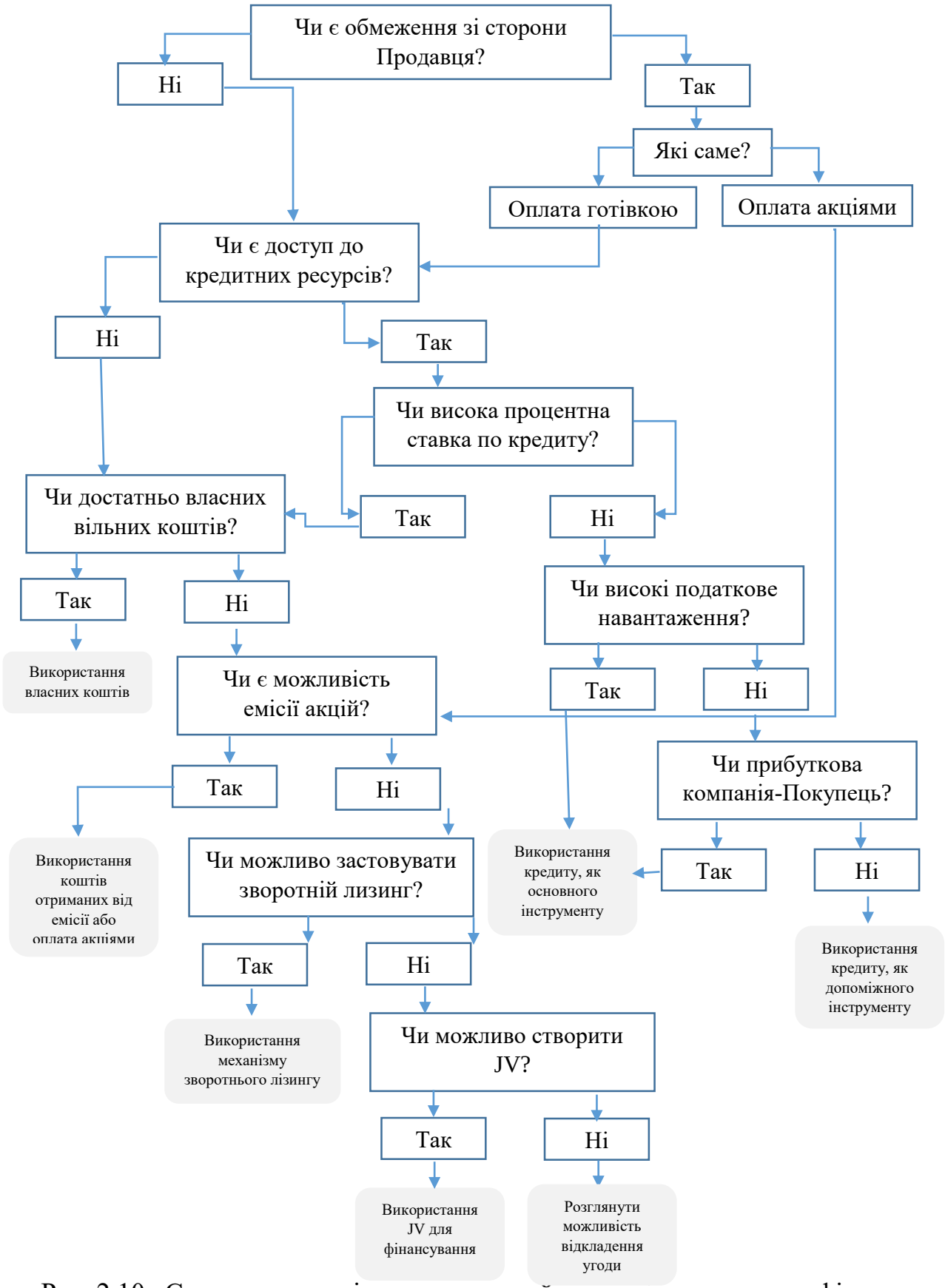

Рис 2.10. Структурно-логічна схема прийняття рішення щодо фінансування транзакції

Джерело: складено автором

В ході формування структурно-логічної схеми було використано, як традиційні критерії обрання фінансування, такі як рівень фінансових витрат та можливість мінімізації оподаткування, рівень кредитоспроможності [229, 226], так і критерії, які ми не зустрічали в інших авторів – обмеження зі сторони компанії-Покупця, можливість емісії акцій, можливість створення Joint Venture, тощо. При узгодженні методів оплати в операціях злиття та поглинання оптимальна структура угоди повинна бути розроблена з урахуванням короткострокових змін у фінансовій діяльності підприємства, спричинених різними методами оплати, фінансового ризику та витрат на фінансування. Використання готівки як інструменту оплати в операціях M&A може привести до покращення короткострокової ринкової ефективності. Однак необхідно розглянути вплив готівкових платежів на виробництво та інші процеси компаній, оскільки це може знизити грошовий потік підприємства-покупця та вплинути на платоспроможність операційної діяльності та інвестиційну спроможність у довгостроковому періоді. Хоча платежі акціями також можуть призводити до короткострокового підвищення ефективності на ринку, вони можуть розмивати акціонерний капітал початкових акціонерів [243].

На нашу думку для ТОВ СП «Нібулон» найбільш доступними є фінансування запропонованої угоди методом LBO з залученням EBRD (European Bank for Reconstruction and Development) та одного з партнерських іноземних банків. Ми прийшли до такого висновку на основі аналізу поточного фінансового стану компанії та з врахуванням перспектив коротко та середньострокового горизонту. Використання кредитних коштів є найбільш оптимальним, адже достатніх обсягів власних вільних ресурсів компанія не має, а оплата акціями є небажаною, занижену поточну вартість компанії та враховуючи високий потенціал компанії після завершення війни. З EBRD у компанії склалися довгострокова та міцна співпраця, тому не виникає сумнівів у можливості отримання ними підтримки від організації в даному проекті.

Висновки до розділу 2

1. На основі проведеного аналізу ТОВ СП «Нібулон» визначено ключові конкурентні переваги компанії на ринку експортерів аграрної продукції, а саме: широка розгалужена система елеваторів, оснащена сучасною технікою, що дозволяє доводити характеристики аграрної продукції до необхідного для продажу та зберігання стану; використання переважно водних шляхів для перевезення товарів між елеваторами та терміналами та наявність власного флоту; власні високоякісні лабораторії, рівень точності та якості підтверджено міжнародними та державними сертифікатами; наявність власних терміналів для перевантаження; ведення власного агровиробництва, яке дозволяє бути більш гнучкими та ефективними у виконанні іноземних замовлень.
2. Ідентифіковано та охарактеризовано елементи екосистеми ТОВ СП «Нібулон». До екосистеми включено наступні елементи: персонал, покупці, постачальники, власники землі, державні органи, кредитори, громади, ЗМІ, партнери, конкуренти, освітні та наукові установи, навколишнє середовище. Визначено, що найвищий ступінь впливу на діяльність компанії мають такі елементи, як персонал, покупці, постачальники с/г продукції та кредитори. Ідентифіковано ризики, що можуть генеруватися кожним з елементів екосистеми та при їх реалізації здатні призвести до погіршення фінансового стану компанії. Ідентифіковано ризики характерні для елементів екосистеми у періоди відносної геополітичної стабільності та у військовий час.
3. На основі проведеного фінансового та стратегічного аналізу ТОВ СП «Нібулон», дослідження стратегічних орієнтирів, які декларувалися до війни керівництвом компанії та під час війни його оновленим складом, нами було визначено одним з потенційно успішних напрямків посилення стратегічних та операційних позицій компанії – купівля суднобудівного заводу з потужностями для перевалки в Ізмаїлі. Реалізація даної угоди має ряд важливих стратегічних переваг, а саме можливість зберегти працівників (які зараз не мають достатнього завантаження через блокування заводу в Миколаєві), розширить

свій портфель активів та, враховуючи активний розвиток напрямку, створить базу для потужного фінансового зростання.

4. Інформаційна асиметрія між сторонами угоди породжує ризики некоректної оцінки вартості компанії Покупцем, помилкові оцінки синергій, ідентифікацію ризиків та хибні управлінські рішення. Важливим етапом процесу злиття та поглинання є період, коли проводяться процедури дью ділідженсу. Саме в ході проведення дью ділідженсу компанія-Покупець отримує значну частину інформації, яка знижує рівень асиметрії та відповідно ризиків, дає можливість краще оцінити компанію-Таргет. На даному етапі відсутні загальноприйняті офіційні стандарти проведення передінвестиційного дослідження (дью ділідженсу), відповідно різні компанії, які спеціалізуються на наданні даного виду послуг мають свої підходи, також, варто зазначити, що за десятиліття існування даного ринку склалися певні неформальні стандарти/підходи, відповідність яким очікується учасниками ринку.
5. Проаналізувавши праці вчених щодо фінансового дью ділідженсу, ми виявили, що у переважній більшості робіт фінансовий дью ділідженс або ототожнюється з аудитом або презентується як один з видів аудиту, а виконавцями фінансового дью ділідженсу визначають аудиторів. Частково така точка зору сформувалася, оскільки найбільш престижними компаніями, які надають послуги фінансового дью ділідженсу є компанії «Великої аудиторської четвірки» (Big 4), проте варто розуміти, що в структурі таких компаній є різні відділи та напрямки і за надання послуг фінансового дью ділідженсу відповідають люди, які не працюють на проектах аудиту. Нами було проведено аналіз та сформульовано ряд характеристик, які відрізняють поняття та процеси фінансового дью ділідженсу та аудиту.
6. Ключовими цілями фінансового дью ділідженсу є надання необхідної інформації про Таргет-компанію клієнту (тобто, зниження інформаційної асиметрії), ідентифікація ключових ризиків транзакції (та надання аргументів для підсилення переговорної позиції клієнта), розрахунок трьох скоригованих показників (які використовуються при формуванні фінальної ціни транзакції).

У сучасній науковій літературі дуже незначна увага приділяється питанню здійснення потенційних коригувань ключових фінансових показників Таргет-компанії. Переважно це питання або не згадується науковцями або обговорюється досить верхньорівнево, обмежуючись лише деякими орієнтирами щодо потенційних блоків необхідного аналізу. Нами запропоновано окремі потенційні коригування до трьох показників EBITDA, Чистий борг/Чисті грошові кошти, Чистий робочий капітал та розраховано скориговані показники для вибірки українських аграрних компаній на основі доступної публічної інформації

7. Проаналізовано ПрАТ “ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ” та підтверджено стратегічну привабливість підприємства для ТОВ СП “Нібулон”. На основі фінансового, стратегічного та екосистемного аналізу визначено конкурентні переваги (лідерство на ринку, кваліфікований персонал, вдале географічне розташування, наявність необхідної технічної бази) та питання, які потребують вирішення, як то оновлення технічної бази, відкладений попит на основну продукцію підприємства (суднобудування та ремонт) та переорієнтація бізнесу на послуги з перевалки продукції з водного на автотранспорт і навпаки. Варто зазначити, що незважаючи на відкладений попит, у 2022 році компанія показала найкращий результат з 2019 року. Для цілей транзакції на основі доступної інформації розраховано скориговані показники EBITDA, Чистий борг та Чистий робочий капітал.
8. Проведено дослідження впливу обраного підходу до фінансування транзакції. Визначено найбільш популярні варіанти, як то банківські кредити, LBO, емісія акцій, власні кошти, випуск облігацій, VTB, зворотній лізинг, тощо. На основі результатів власного дослідження та наукових праць інших науковців зроблено висновки про те, що транзакції для фінансування яких обрано борг (кредит в банку, LBO, тощо) переважно мають вищу результативність в порівнянні з тими, які фінансувалися за іншими підходами. Однією з причин успішності таких транзакцій є додаткова перевірка кредиторами звітів про дью ділідженс

та прогнозів компанії, очікуваних синергій та реальності їх досягнення та, відповідно, прийняття рішення щодо можливості надання фінансування.

9. Було досліджено транзакції, де, відповідно до наявної інформації, використовувалися або переважно грошові кошти або акції. На основі нашого дослідження та аналізу попередніх досліджень, визначено, що кількість транзакцій з використанням грошових коштів переважає в структурі. Причинами такого розподілу є дороговизна емісії акцій, в стандартній ситуації емісія завжди є більш дорогою та менш привабливою для Покупця, ніж оплата грошовими коштами. Окрім того, підтверджено, що оплата акціями переважно сприймається учасниками ринку негативно, оскільки часто свідчить або про відсутність доступу до інших інструментів фінансування або про переоціненість акцій компанії-Покупця. Щодо впливу на фінансові показники, ми виявили, що не прослідковується залежності між рівнем виручки компанії-Покупця та інструментом, який використовувався під час транзакції. EBITDA за більшою кількістю транзакцій показувала зростання через рік після угоди у випадку використання готівкових коштів на транзакції. Аналізуючи динаміку ринкової капіталізації на основі доступної інформації, було виявлено, що переважно за транзакціями, де використовувалися грошові кошти капіталізація компаній-Покупців знижувалася. Аналогічно, щодо курсу акцій. У відсотковому вираженні більше транзакцій, які використовували акції у якості інструменту оплати показували ріст курсу акцій в момент угоди в порівнянні з курсом до оголошення.
10. Структуровано ключові умови, які впливають на обрання методу фінансування та інструменту оплати на транзакції, а також сформовано алгоритм початкового вибору підходу до фінансування транзакції.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [78;207].

РОЗДІЛ 3

ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ У ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ

3.1. Врахування геополітичного ризику в процесі прийняття рішення щодо злиття та поглинання

Зростання тиску на компанії та їх шареголдерів з боку інвесторів, клієнтів і державних структур щодо включення аспектів ESG до бізнес-стратегій, в тому числі тих, що передбачають злиття або поглинання (M&A), формує запит на подальші дослідження.

Диба М., Гернего І. та Шкода Т. у своєму дослідженні зазначають, що протягом останніх років ресурси інвестиційних фондів та міжнародних компаній мали тенденцію акумулюватися з огляду на екологічні, соціальні та управлінські пріоритети, або ESG [244].

Питання, які постають – це оцінювання впливу ESG на результати угод M&A, виявлення факторів, що варті уваги на етапі обґрунтування угод та у процесі транзакцій [1]. Врахування ефективності реалізації принципів ESG є необхідною при оцінюванні транзакцій M&A, включаючи визначення цілей, управління ризиками, забезпечення інтеграції та фінансування, коли покупці та цільові особи визначають потенційні результати угоди. Більше того, вчені розглядають ESG як самостійний мотив для M&A [245], а деякі компанії використовували угоди M&A, щоб збільшити свої інвестиції в ESG [246].

Тенденція зростання важливості принципів ESG для інвесторів при аналізі та прийнятті інвестиційних рішень спостерігається декілька останніх десятиліть. Регулюючими органами різних країн світу проводиться політика задля посилення інтересу компаній та інвесторів до ESG сфер функціонування бізнесу, стандартизації вимог до розкриття інформації в даній сфері, тощо.

Відбувається зміна парадигми сприйняття засобів та цілей фінансів компаній. Якщо раніше фінанси розглядалися як засіб отримання прибутку та максимізації акціонерної вартості, то тепер фінанси розглядаються як фактор підтримки сталого розвитку та досягнення соціальних і екологічних цілей компаній. Найважливіше те, що роль фінансів поширюється на більш довгострокову перспективу під час встановлення цілей.

На думку Террі Дж. [247]; Ікклес Р. та Кліменко С. [248]; Слойлей С. [249] значення врахування ESG принципів в ході побудови інвестиційної стратегії та прийняття інвестиційних рішень компаніями, значно зросло. Амел-Задех А. та Серафеім Г. стверджує, що за останні 25 років у світі спостерігалося експоненціальне зростання кількості компаній, які вимірюють і звітують про екологічні дані (наприклад, викиди вуглецю, споживання води, утворення відходів) [250]. Крім того, вони розкривають соціальні дані (наприклад, структура співробітників, інформація про продукт, інформація про клієнтів) і дані про управління (наприклад, політичне лобіювання, антикорупційні програми, різноманітність правління).

В основі оцінювання ESG покладено три показники: Environmental, Social і Governance, до яких включено різна кількість критеріїв в залежності від підходу та обраного фокусу.

Уніфікованого підходу до тепер не розроблено, наприклад Рефінитив використовує 500 ESG показників і понад 180 порівнянних показників [251]. Основними сферами, які охоплюються показником є «Екологічна фактори»- використання ресурсів, викиди та інновації; соціальні фактори — це робоча сила, права людини, громада, працівники та відповідальність за продукт; фактори управління — це керівництво, акціонери, ділова етика та стратегія [252].

Попередні дослідження показують, що ESG фактори можуть відігравати ключову роль принаймні з трьох причин. По-перше, компанії з високим ESG рівнем надають додаткову нефінансову інформацію, яка знижує інформаційну асиметрію та направляє інвесторів у їх виборі напрямків для інвестування

[253]. По-друге, інтеграція цілей ESG з фінансовими цілями покращує репутацію фірми серед учасників ринку [254]. По-третє, діяльність ESG (та розкриття ESG даних) знижує фінансові обмеження шляхом зменшення кредитного плеча та підвищення кредитоспроможності [255, 256].

Ризики та невизначеність, пов'язані з факторами ESG, здійснюють вплив на інвестиційні рішення компаній, поведінку споживачів та державну політику.

Ми підтримуємо позицію Едманс А. щодо необхідності зміни ставлення академічної спільноти та практиків до сутності ESG [257]. Едманс А. у своїй статті «Кінець ESG» наголошує, що якщо ESG – це набір вартісних факторів, то це водночас і надзвичайно важливо, і нічого особливого. ESG надзвичайно важливий, оскільки будь-який науковець або практик повинен дбати про чинники довгострокової цінності, особливо (для інвесторів), які неправильно оцінюються ринком. Він звертає увагу, що є значна різниця між результатами, які можливо досягти, якщо сприймати ESG як драйвери створення вартості чи як просто показники, зацікавленість в яких потрібно демонструвати навіть яскравіше, ніж до драйверів створення вартості для бізнесу. Ще один важливий аспект в тому, що уніфікація підходів до ESG, формалізація вимог до звітування – відволікає бізнеси від тих KPI, які мають значення саме для них. Необхідно змінити статус ESG з рівня «комплаєнсу» до рівня «інструмент створення вартості». Окрім того, звітування щодо сотень ESG показників окрім того, що відволікатиме компанію від ключових для неї показників, також знизить рівень прозорості для інвесторів та зацікавлених сторін, адже серед десятків та сотень показників можна досить легко втратити з поля зору дійсно важливі орієнтири. Більшість ESG показників орієнтовано на високий рівень оцінювання «незавдання шкоди» компанією, наприклад, навколишньому середовищу. Проте з точки зору створення вартості набагато важливішим стає розуміння «де компанія має активний позитивний вплив». Дослідження PwC показало, що 92% великих компаній США та 72% великих фірм Великобританії використовують показники ESG у своїх планах

винагороди в якості KPI [258]. Деякі інвестори стверджують, що всі компанії повинні прив'язувати оплату праці керівників, принаймні частково, до ESG. Регулятори розглядають вимогу такого зв'язку. Проте внесення ESG показників в систему мотивації керівництва може мати деструктивний вплив на створення вартості для компанії, оскільки інвестування в розвиток ESG сфери спрямоване на досягнення в першу чергу суспільних цілей навіть за рахунок зниження доходів акціонерів.

Надмірний акцент на ESG може призвести до рішень, які завдадуть шкоди корпоративній вартості. Взявши як приклад один із аспектів S (соціальна відповідальність) у ESG, «Різноманітність», якщо різноманітність визначається як «компанія, яка потребує найму працівників із певними особистими характеристиками, щоб відповідати певному відсотку», керівництво може відмовитися від просування найкращих співробітники просто для досягнення цього відсотка, таким чином завдаючи шкоди корпоративній вартості [259].

На даний момент переважає позиція що вищий ESG рейтинг має позитивний вплив на фінансовий стан компанії, її інвестиційну привабливість та відповідно готовність інвесторів сплачувати вищі ціни за такі активи. Проте не всі дослідження виявляють таку позитивну залежність і навіть їх результати не можна трактувати однозначно позитивно. Розглянемо деякі з досліджень (див. табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Коротка характеристика досліджень, які виявили позитивний зв'язок між рейтингом ESG компаній та показниками вартості компанії

Автор	Результат
1	2
Юн Б. Лі та Бьюн Р. [260]	Незважаючи на те, що дослідження встановили позитивний зв'язок між ESG та показниками ціни акцій, ефект змінюється залежно від чутливості галузі. У більш чутливих галузях ефект створення вартості менший, ніж у компаніях, які не належать до чутливих галузей.

Продовження табл. 3.1

1	2
Аоуаді А. та Марсат С. [261]	В роботах було представлено докази того, що ESG може підвищити цінність для фірми, наприклад, шляхом покращення корпоративної репутації, задоволеності працівників і клієнтів, а також корпоративного управління.
Албукуерке Р., Коскінен Ю. та Цанг С. [262]	Дослідники виявили, що інвестиції ESG знижують систематичний ризик компанії, і таким чином сприяють збільшенню вартості компанії.
Ко К. та ініш [263]	Результати вказують на те, що коли показники ESG Таргету є вищими, ніж показники компанії - покупця, покупець готовий платити більшу премію за акції Таргету.

Джерело: сформовано на основі [260-263]

Відповідно до дослідницького звіту, опублікованого OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development), ESG має потенціал для підвищення вартості фірми але, з іншого боку і до її зменшення. У звіті пояснюється, що інвестиції в дослідження та розробки, пов’язані з ESG, наприклад продукти та послуги з низьким вмістом вуглецю, можуть відображати більші майбутні грошові потоки та нижчі капітальні витрати. Крім того, перехід до ESG може привести до економічності виробництва та принести переваги державної політики. Окрім того, компанії з високими рейтингами ESG можуть бути менш чутливими до змін цін на викопне паливо і, отже, більш стійкими порівняно з конкурентами. Також наводиться кілька прикладів того, як високі рейтинги ESG можуть негативно вплинути на вартість компанії: адаптація до кліматичних ризиків може призвести до підвищення операційних витрат, підвищення цін на вуглець може призвести до зниження попиту та списання активів, або репутаційні ризики призведуть до зниження доходу та доступу до капіталу [264].

В табл. 3.2 наводимо дослідження, результати яких доводять негативний зв’язок між динамікою рейтингу ESG компаній та їх показниками вартості та фінансових результатів.

Таблиця 3.2

Коротка характеристика досліджень, які виявили негативний зв'язок між рейтингом ESG компаній та показниками вартості компанії

Автор	Результат
Реверте С. [265]	Автором виявлено, що негативний зв'язок між ESG і вартістю власного капіталу є більш чітким у галузях, які є більш чутливими до змін в навколишньому середовищі.
Нг А. Та Резаі З. [266]	Автори проаналізувавши вплив ESG-факторів на вартість власного капіталу, прийшли до висновку про наявність значущого негативного зв'язку між оцінками ESG та вартістю бізнесу.
Тампакоудіс І. Та інші [267]	В роботі було проаналізовано оголошення про угоди злиття та поглинання до та після пандемії Covid -19 та виявили зворотний зв'язок між рівнем показників ESG та вартістю компаній. Автори пояснюють, що інвестиції в ініціативи ESG можуть бути дорогими та не обов'язково стійкими до системних ризиків, таких як пандемія COVID-19.
Піечока-Калужа Аю та інші [268]	Дослідники провели регресійний аналіз, щоб дослідити зв'язок між показниками ESG компанії, WACC, вартістю власного капіталу та боргом. Вибірка складалася з компаній, що працювали на ринку США з 2016 по 2022 рік. Дослідження виявило статистично значущу зво**рот**ну кореляцію між ESG, WACC і вартістю капіталу.

Джерело: сформовано на основі [265-268]

Важливою проблемою в сфері використання ESG критеріїв в процесі прийняття інвестиційних рішень є відсутність бенчмарків, дуже складно адекватно оцінити що означає той чи інший рівень показника. Іншою критичною проблемою є недостатній рівень довіри до звітності в сфері ESG [269].

За своєю суттю проблема виникає через складність оцінки характеристик ESG компанії, які часто є нематеріальними за своєю природою і їх важко виміряти кількісно. Оскільки ці оцінки вимагають величезних

ресурсів, інвестори, інші зацікавлені сторони та науковці часто покладаються на застосування оцінок ESG, які наближені та надані звітними агентствами. Деякі з цих рейтингових агентств включають Kinder Lydenberg Domini & Co. by Morgan Stanley Capital International (MSCI), Sustainalytics by Morningstar і ASSET4 by Refinitiv. Буш Т. Бауер Р. та Орлітський М. порівняли дані ESG різних рейтингових агентств і показали значні відхилення між методологіями збору та інтерпретації даних [269]. Берг Ф., Коелбел Дж та Рігобон Р. знаходять подібні результати та повідомляють, що залежно від того, яке рейтингове агентство використовується, ефективність ESG компанії може суттєво відрізнятися [270]. Вони показують, що розбіжності ще більш очевидні в різних підкатегоріях, таких як права людини чи енергетика. Вони викликають занепокоєння щодо того факту, що покращення оцінки ESG компанії в очах одного рейтингового агентства може призвести до зниження оцінки в іншому рейтинговому агентстві.

Відповідно до роботи Диби М. та Гернего Ю., врахування цих принципів у діяльності національних компаній допоможе комплексно оцінити ефективність їх розвитку, виявити ризики й потенційні можливості для прогресу в екологічній, соціальній та управлінській сферах. Крім того, ці ініціативи мають потенціал для реалізації в контексті розвитку інвестиційного ринку, фінансових та кредитних партнерств [271].

Компаніям бракує знань, щоб визначити, яка інформація є для них суттєвою, і як розкрити інформацію, щоб потенційні інвестори могли ефективно використовувати її. Часто це призводить до непослідовності або повної відсутності даних, що ще більше посилює проблеми асиметрії інформації. Через додаткові витрати, пов’язані зі звітністю, менші фірми не можуть звітувати так широко, як великі корпорації. У гіршому випадку це може навіть призвести до того, що невеликі фірми матимуть гірші показники ESG, оскільки деякі рейтингові агенції карають за відсутність інформації у своїй методології оцінки [272]. Зараз не існує визначених процесів для оцінки ризиків ESG компанії - Таргета, а покупцям не вистачає належних критеріїв

перевірки для порівняння інформації ESG. Таким чином, нездатність покупця інтерпретувати інформацію ESG об'єкта може сприяти незначному зв'язку між оцінкою ESG і премією за придбання.

Вплив ESG враховують в ціні компанії за допомогою двох класичних методів оцінки, а саме методу дисконтованих грошових потоків (DCF) або методу мультиплікаторів. Метод DCF, який частіше використовують корпорації, веде до оцінки після того, як майбутні грошові потоки будуть відображені та дисконтовані з вартістю капіталу. ESG може мати вплив на такі блоки: дохід, витрати, комплаєнс, інвестиції та вартість капіталу. Щоб отримати уявлення про те, який внесок мають конкретні фактори ESG, оцінки робляться залежно від сектора та інших конкретних бізнес-обставин [273].

Хоча коригування ставки дисконтування використовують для включення ESG у підхід дисконтованого грошового потоку (DCF), коригування ставки дисконту може призвести до подвійного підрахунку, якщо бета-значення відображають перспективи ринку щодо ризиків ESG. Кращим способом інтеграції факторів ESG у DCF є коригування майбутніх грошових потоків. Це допомагає інвестору інтегрувати фактори ESG компанії в майбутні грошові потоки та таким чином зосередитися на відповідних суттєвих питаннях. Залежно від різних галузей промисловості та показників компанії, перетворення факторів ESG на коригування грошових потоків різниться. Тому галузевий фокус дуже важливий, оскільки не існує стандартизованого еталонного показника в інтеграції ESG, і застосування важливих чинників цінності для галузі та компанії може допомогти уникнути неоднозначності коригувань грошових потоків. Деякі з коригувань, які слід враховувати, включають:

- Фактор «Е» можна включити шляхом коригування грошових потоків з додатковими витратами та капітальними інвестиціями в ініціативи щодо скорочення викидів вуглекислого газу та заощадження коштів від впровадження технології енергозбереження/водозбереження.

- Коефіцієнт «S» можна включити шляхом коригування витрат, пов'язаних із програмами навчання працівників, наймом співробітників за контрактом на постійній основі, заходами безпеки на робочому місці та інвестиціями в дослідження та розробки для забезпечення якості та безпечності продукції, зокрема.
- Фактор «G» можна включити шляхом коригування штрафів або пені, накладених регуляторними органами через слабку політику управління компаніями.

Хоча до прогнозованих грошових потоків включають лише вимірювані фактори ESG, відома інформація, яка вплине на те, як інвестори розглядатимуть інвестицію та скільки вони будуть платити за інвестицію, повинна бути включена до кожного визначення справедливої вартості. Якісні фактори часто не піддаються кількісній оцінці, хоча вони можуть впливати на те, скільки інвестор витратить при інвестуванні. Ці міркування включають вплив дотримання стандартів екологічного будівництва, використання більш різноманітної робочої сили, етику та прозорість. Ці якісні фактори можна обговорювати в рамках договору купівлі-продажу, щоб дозволити інвестору захистити свої інтереси в угоді за допомогою договірних механізмів захисту, конкретних відшкодувань, попередніх умов і наступних положень на основі відомих і зрозумілих ризиків ESG [274].

Галузеві експерти і наукова спільнота наразі рекомендують використовувати грошові потоки в межах доходного підходу, щоб відобразити вплив ESG в ході оцінювання. Порівняно з корегуванням ринкового мультиплікатора та ставки дисконту легше оцінити втрати, такі як зменшення доходу, збільшення витрат і штрафи через негативний вплив ESG на компанію. Регулятори та оцінювачі можуть розглянути відмінності між компанією та її галуззю, оцінити значущість кожного аспекту ESG і доповнити це аналізом сценаріїв, щоб частково зменшити занепокоєння щодо суб'єктивних факторів [259].

Дохідний підхід може корегувати вартість власного капіталу та ставку дисконту для відображення ризиків ESG, збільшуючи вартість власного капіталу та WACC. Однак цей підхід все ще страждає від суб'єктивних оцінок і складності пояснення; корегування ставки дисконтування також може призвести до подвійного підрахунку, якщо бета-значення відображають погляди ринку на ризики ESG [259].

Зі зростанням кількості угод з залученням і розкриттям ESG рейтингу стало можливим проводити аналіз кореляції між рівнем ESG та рівнем мультиплікатора. Одним з ключових трендів є те, що з вищим показником ESG зростає і мультиплікатор [273]. Однак цей метод є суб'єктивним у визначенні ступеня корегування. Це може призвести до помилок подвійного підрахунку, якщо галузь, наприклад автомобільна, харчова чи хімічна промисловість, уже відображає відмінності в ESG [259].

Інші фундаментальні методи оцінки, такі як модель дисконтування дивідендів, модель дисконтованого грошового потоку та модель скорегованої теперішньої вартості, також можуть бути скореговані для врахування ефективності ESG компанії [275]. Наприклад, деякі з цих моделей проводять розрахунок кінцевої вартості для компанії, що вимагає припущення, що компанія працюватиме необмежений час. Беручи до уваги фактори ESG, деякі інвестори чи аналітики можуть вважати, що це припущення недосяжне. Наприклад, інвестори можуть вважати, що бізнес-моделі нафтогазових компаній не є стійкими в довгостроковій перспективі, що змусило б інвесторів визначити кінцеву вартість як нуль.

Війна в Україні стала тригером до дискусій на світовому рівні щодо необхідності перегляду підходів до оцінки та врахування геополітичного ризику в процесі прийняття інвестиційних рішень, зокрема й щодо злиття та поглинання компаній. Аналітиками Financial Times було проведено дослідження до якого ввійшли понад 600 європейських компаній, яке визначило, що найважчі витрати пов’язані з виходом з ринку РФ зосереджені

в кількох незахищених секторах, а саме: нафтогазові групи, де лише три компанії – BP, Shell і TotalEnergies – повідомили про сумарні витрати на суму 40,6 млрд. євро. Проте збитки цих компаній були значно нижчими за доходи пов'язані з високими цінами на нафту та газ, внаслідок чого сукупний прибуток цих компаній склав 95 мільярдів євро (104 мільярди доларів) у 2022 році. Загальні прямі опубліковані збитки проаналізованих компаній становлять 100 млрд. євро. Непрямі втрати компаній підрахувати складно, проте вони мають значний потенціал значно перевищити вже відомі рівні збитків. Підприємства, що працюють у сфері споживчих товарів отримали збитки у розмірі 14,7 млрд євро, тоді як промислові компанії, включаючи виробників автомобілів, зазнали удару в 13,6 млрд євро. Фінансові компанії, включаючи банки, страховики та інвестиційні компанії, зафіксували 17,5 млрд. євро у вигляді списання та інших витрат [276].

Втрати компаній пов'язані з виходом з ринку, перебудовою логістичних ланцюжків, загальним підвищенням цін є наслідком реалізації додаткових геополітичних ризиків та недосконалістю підходів до оцінки таких ризиків.

За результатами проведеного нами дослідження війна в Україні на думку опитуваних мала негативний вплив на інвестиційні процеси в компаніях. Найбільше респондентів відзначило, що процес став більш консервативним (30% аналітиків/консультантів та 40% носіїв рішень), 40% аналітиків/консультантів та 30% носіїв рішень позначили, що інвестиційні проекти призупинено, 20% аналітиків/консультантів та 15% носіїв рішень визначили, що процес став більш хаотичним та менш впорядкованим. Детальний опис дослідження та інші результати наведені в пункті 1.2 даної роботи. Повний перелік відповідей у Додатках Б-Е.

Результати попередніх досліджень щодо недооцінки впливу геополітичних ризиків на ефективність угод M&A та на їх динаміку є контроверсійними: засвідчують як прямий, так і зворотній або нейтральний вплив на готовність інвесторів до вкладення капіталу. З одного боку, геополітичні кризи можуть призвести до зростання джерел фінансування M&A, що збільшить ціну

трансакцій. З іншого, високу ризики знецінюють ціну активу, що може підвищити його привабливість для інвесторів. Так, Грінвалд Б., Стіглітц Дж. та Блум Н. вказують на те, що за невизначеного ризикового середовища витрати на капітал зростають. Це спонукає інвесторів до відкладення реалізації стратегій розширення [277-278]. Ванг К. та інші зазначають, що в довгостроковій перспективі геополітичний ризик негативно впливає на рівень корпоративних інвестицій [279]. З іншого боку, потенційний ефект синергії та суб'єктивні мотиви носіїв рішень (наприклад, управлінський мотив побудови імперії (Дюкін Р. і Шмідт Б.) можуть мати вирішальний вплив на прийняття рішення навіть в умовах підвищених ризиків [280]. Відповідно до Швайгера Д. та Вері П., існує чотири джерела синергії: ринкова влада, витрати, доходи та нематеріальні активи [147]. Горбенко А. та Маленко А. довели, що підприємства з високими операційними витратами є також привабливими для покупців [149]. Пояснення полягає в тому, що покупці шукають неефективні компанії (з відповідною низькою ринковою ціною), оскільки потенціал для синергії в таких компаній є вищим. За високих геополітичних ризиків стимули до зростання та отримання аномальних доходів покупцем спонукають його до M&A. Рао С. , Койрала С. у своїй роботі на емпіричних даних підтверджують наявний позитивний ефект від зростанням геополітичної нестабільності на кількість угод M&A, проте їх вартість знижується [281]. За геополітичної нестабільності, важливим чинником, який впливає на рішення є безпека. Проф. Гляйснер В. наголошує, що інвестиції у безпеку приносять плоди у довгостроковій перспективі [282]. Це пропонує компаніям як можливості, так і небезпеки, що можуть виникнути через широкий спектр геополітичних ризиків та можливих конфліктів. У контексті безпеки, Цао Ч., Лі С., Лю Г. зясували, що наявність альянсів в регіоні (наприклад НАТО) має великий позитивний вплив на транскордонні M&A [283]. А. Беван стверджує, що геополітичний ризик не впливає на закордонні інвестиції фірм [284]. Дослідження також показують, що закордонні інвестиції китайських компаній, як правило, здійснюються в країнах з вищим геополітичним

ризиком для інвесторів. Сковорода Р. та інші вчені використовуючи інформацію щодо 250 американських компанії в нафтогазовій сфері за 2007 по 2013 рік, виявили, що геополітична нестабільність та приватні інвестиції в цю індустрію мають позитивну кореляцію [285]. Геополітичний ризик визнається навіть вигідним для закордонних інвестицій компаній, а такі фактори як корупція та зміна режиму в країнах інвестування надають фірмам можливість отримати конкурентні переваги у таких країнах. Колстад І. та Віг А. припускають, що країни з високим геополітичним ризиком є сприятливими для залучення припливу китайського капіталу [286]; Багацька К. доводить, що тактика збільшення капіталу в докризові періоди є визначною характеристикою та формує структуру [287]. Відтак, гіпотеза щодо впливу геополітичних ризики на динаміку ринку M&A потребує подальшого тестування. Це є одним із завдань пропонованого дослідження.

Відповідно до постулатів класичної та неокласичної теорії, на інвестиційні рішення впливають усі типи ризиків. Відтак, на глобальному ринку капіталів активність у сфері злиттів та поглинань має бути чутливою до геополітичної ситуації. Однак, як слушно зазначає Гляйснер В., через брак стратегічного управління ризиками, загрози геополітичної нестабільності були здебільшого проігноровані на державному рівні, а також багатьма компаніями. Це стосується також ризику майбутньої валютної кризи через високі борги та зростання процентних ставок [282].

На основі аналізу емпіричної інформації щодо кількості та вартості транзакцій M&A, факторів що на них впливають, з використанням змішаного методичного підходу виявимо та узагальнимо закономірності у прийнятті відповідних рішень. Припущення щодо суттєвого впливу геополітичних ризиків на динаміку ринку M&A (тобто на прийняття відповідних рішень) ми перевіримо з допомогою альтернативної гіпотези (H_1). Нульова гіпотеза (H_0) полягає у відсутності такого впливу.

Часові рамки дослідження охоплюють період 2014-2023 рр. За цей час на інвестиційні рішення впливали числення геополітичні чинники.

Виокремимо три ключових шоки, які мали глобальні наслідки: пандемія COVID-19, військова агресія Росії та числення збої у ланцюгах постачання. Як індикатор геополітичних ризиків взято індекс WUI (World Uncertainty Index). Індекс розраховується NBER (National Bureau of Economic Research) щоквартально для 143 країн. Він враховує частоту появи слова “невизначеність” в квартальних звітах EIU (Economist Intelligence Unit). Історично індекс показав свою чутливість до геополітичних ризиків, наприклад війна у Перській затоці, Brexit, пандемія COVID-19, тощо [288].

На рисунку 3.1 наведена динаміка кількості та вартості M&A угод за аналізований період. Як бачимо, спостерігається закономірність: із загостренням пандемії кількість динаміка трансакцій має тенденцію до падіння. Після певної стабілізації, пов’язаної зі зменшенням інтенсивності впливу ковід-чинників, із посиленням військових ризиків, пов'язаних із вторгнення РФ знову маємо тенденцію до згортання ринку. Наукове завдання полягає у тому, щоб з’ясувати, чи зазначені коливання є наслідком урахування носіями рішень геополітичних ризиків, чи вони зумовили іншими, у тому числі випадковими факторами. У подальшому, з використанням контент-аналізу та регресійно-кореляційного аналізу з'ясуємо, значущість впливу відповідних ризиків.

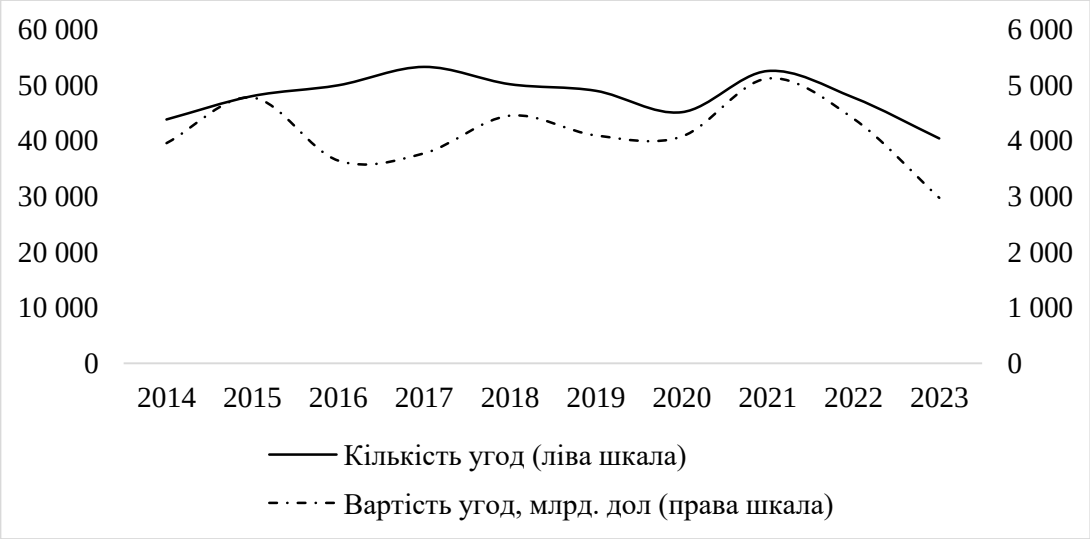

Рис. 3.1. Динаміка глобального ринку M&A (кількість та вартість угод) 2014-2023 рр.

Джерело: сформовано автором на основі бази Orbis M&A [289] та Statista [290]

Контент-аналіз інформації щодо M&A угод виявив готовність інвесторів вкладати кошти, проте в межах визначеного ліміту. Основними чинниками, що впливають на активність інвесторів на глобальному ринку є зростання відсоткових ставок, що призводить до подорожчання фінансових ресурсів необхідних для проведення транзакцій, підвищення рівня інфляції, геополітична та економічна нестабільність, що унеможливлює формування прогнозів результативності трансакцій.

Структурний аналіз виявив залежність динаміки угод від сектору економіки (рисунок 3.2). Сфера послуг, машинобудування та індустрія споживчих товарів цікавлять інвесторів найбільше та відповідно займають перші позиції серед кількості укладених угод протягом аналізованого періоду. За загальною вартістю угод окрім сфери послуг та машинобудування, виділимо хімічну промисловість, навіть попри те, що починаючи з 2019 року сукупна вартість угод в цій індустрії значно зменшилася.

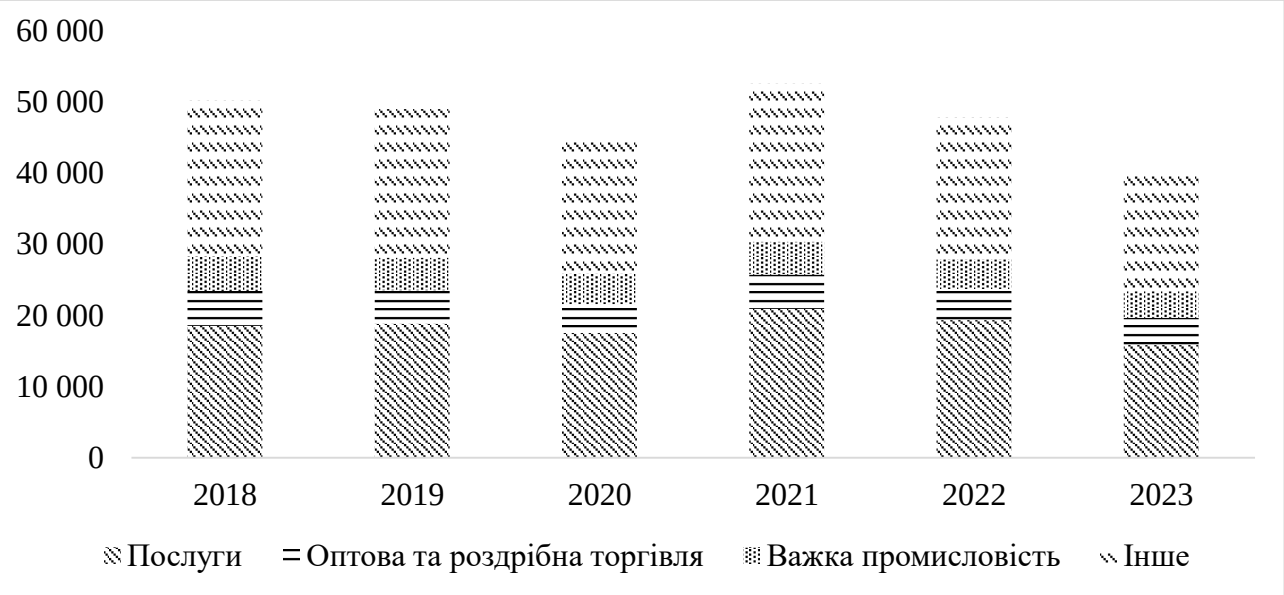

Рис. 3.2. Динаміка ринку M&A у розрізі ключових секторів 2018 - 2023рр.

Джерело: сформовано автором на основі бази Orbis M&A [289]

Для забезпечення цілісності дослідження, розглянемо також локальний ринок злиття та поглинання в Україні (рисунок 3.3). Спостерігаємо його згортання після початку повномасштабних воєнних дій: у 2022 році кількість угод скоротилася на 62%, а їх вартість знизилася до 75%. Причиною зниженої активності на ринку став високий рівень невизначеності для інвесторів в умовах війни, і відкладення угод в очікуванні кращих післявоєнних цін. Проте вже в 2023 році кількість транзакцій зросла до 47 оголошених угод, а їх вартість оцінюють в 1.2 млн. грн. Вартість операцій M&A перевищила рівень 2020 року і більш, ніж вдвічі 2022. Лише за 60% транзакцій було розкрито вартість угоди, що свідчить про низьку їх прозорість. Відбувається розширення структури інвестицій на українському M&A ринку, що може позитивно вплинути на процес структурних зрушень на інвестиційному ринку та економіці в цілому, в майбутньому [291].

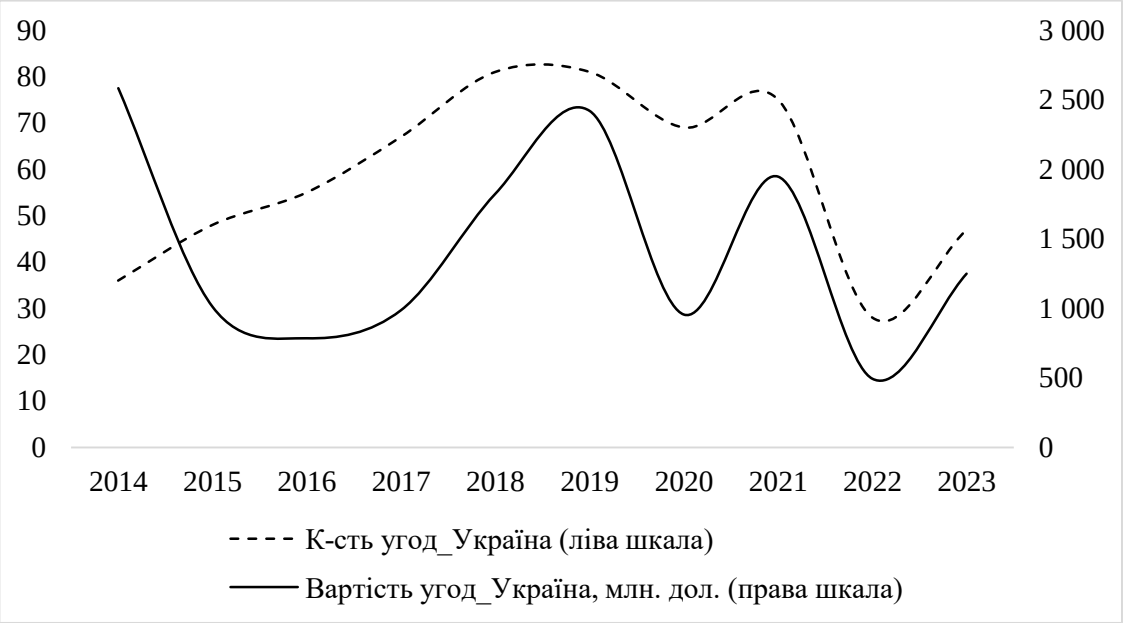

Рис. 3.3. Кількість та вартість угод злиття та поглинання в Україні 2018-2023

Джерело: сформовано автором на основі M&A Radar KPMG [292]

В Україні у 2023 році відбулося лише 3 транзакції, які перевищують 100 млн. дол., що підтверджує небажання інвесторів робити інвестиції вище визначеного ліміту. Лідерами на ринку у 2023 році були компанії зі сфер

телекомунікацій, IT, логістики та комерційної нерухомості. До визначальних подій, що характеризують активність компаній на ринку віднесемо:

- вихід окремих міжнародних компаній з України (наприклад, продаж Lifecell)
- придбання українськими інвесторами міжнародних компаній з метою диверсифікації ризиків та підвищення стабільності бізнесу в цілому, зокрема через купівлю логістичної інфраструктури (наприклад, купівля Kernel припортової інфраструктури в порту Рені)
- активність локальних інвесторів всередині України, зокрема й через неможливість виведення дивідендів внаслідок обмежень запроваджених НБУ під час воєнного стану.

Пожвавлення ринку пояснюється виходом іноземних інвесторів, обмеженнями НБУ, придбанням українськими інвесторами іноземних активів. Зацікавленість інвесторів в повоєнному інвестуванні в країну, на даному етапі не дає значного збільшення інвестицій. Проте наявність угод зараз дає можливість зберегти інфраструктуру ринку та є позитивним сигналом для інвесторів, що потенційно готові до роботи в Україні. В цілому, на локальному рівні спостерігаємо більш відчутну реакцію на геополітичні виклики, а також більш швидшу адаптацію бізнес-середовища до умов військового стану та відповідних ризиків.

Для з'ясування причин волатильності глобального ринку M&A ідентифікуємо можливі ключові фактори впливу. У науково-практичних джерелах (Р. Накамура, С. Комленович, А. Мамун, С. Адра, С. Наяк) здебільшого згадуються такі фактори: рівень зростання глобального ВВП, динаміка відсоткових ставок, динаміка зміни вартості біржових індексів, динаміка цін на енергоносії. Відповідно до мети дослідження у рамках регресійного аналізу, зазначені фактори доповнимо змінною, яка характеризує геополітичні ризики [293-295]. Для цього скористаємося індексом WUI (World Uncertainty Index).

Враховуючи викладене, перевіримо чутливість ринку M&A у розрізі кількості угод (Yq) та їх вартості ($Y\,v$) до впливу визначених факторів на основі побудови множинних регресій з використанням пакету “аналіз даних” MS Excel. В Таблиці 2.11 наведено вхідні дані для регресійного аналізу. Окрім історичних даних щодо динаміки залежних змінних (Yq та $Y\,v$), у процесі аналізу використані такі предиктори: X1 - темп росту глобального ВВП; X2 - рівень відсоткової ставки ФРС; X3 - індекс WUI (World Uncertainty Index); X4 - індекс MSCI ACWI; X5 - середньорічна ціна нафти марки Брент (в дол. США за барель) [183].

Таблиця 3.3

Вхідні дані для аналізу чутливості ринку M&A до ключових факторів впливу

Роки	**Yq**	**Yv**	**X1**	**X2**	**X3**	**X4**	**X5**
2014	43 847	3 960	3,5	0,1	17 771	4,7	99
2015	48 052	4 779	3,4	0,1	23 749	-1,8	52
2016	49 991	3 646	3,2	0,4	25 888	8,5	48
2017	53 302	3 777	3,8	1,0	22 787	24,6	54
2018	50 186	4 454	3,6	1,8	23 607	-8,9	71
2019	49 002	4 099	2,8	2,2	40 649	27,3	64
2020	45 151	4 078	-2,8	0,4	33 604	16,8	42
2021	52 558	5 121	6,3	0,1	17 818	19,0	71
2022	47 800	4 402	3,5	1,7	26 701	-18,0	101
2023	40 436	2 977	3,0	5,0	22 916	22,8	83

Джерела: бази даних Orbis M&A[289] та Statista [290], МВФ [296], ФРС [297], MCSI [298]

За результатами регресійного аналізу сформовано дві моделі, які дозволяють зробити висновки щодо впливу визначених предикторів на динаміку M&A:

$$Yq = 46\,574 + 1475 * x1 - 998 * x2 + 0.2 * x3 - 32 * x4 - 98 * x5$$

$$Yv = 3\,539 + 124 * x1 - 243 * x2 + 0.03 * x3 - 11 * x4 + 0.96 * x5$$

Для обох моделей коефіцієнт детермінації (R^2) є достатньо високим: для моделі вартості угод R^2 = 0,65, для кількості R^2 = 0,74. Це означає, що розрахункові параметри моделей на 65 % та 74% відповідно пояснюють залежність між досліджуваними параметрами. Результати регресійного аналізу використаємо для тестування сформованої вище нульової гіпотези (H0): індекс WUI не має суттєвого впливу на динаміку ринку M&A. Для цього скористаємося критерієм P-value, який показує ймовірність того, що нульова гіпотеза справджується. P-value для індексу WUI знаходиться на рівні вище 0,05, а саме дорівнює 0,48 для моделі вартості угод та 0,34 для моделі кількості угод. Відтак, ефект впливу відповідного предиктора є статистично незначущим. Це означає, що ми не можемо виключати відсутність зв'язку між геополітичними ризиками та динамікою глобального ринку M&A. Окрім цього, рівень кореляційного зв'язку між індексом WUI та залежними змінними Yq та $Y\ v$ є також незначними: -0,038 та - 0,128 відповідно.

Додатково нами було побудовано дві однофакторні регресії для кількості та вартості угод M&A на глобальному рівні та фактору ризику, представленого індексом WUI. Детальні результати розрахунків регресій представлено в Додатках З та И.

Рівняння однофакторної моделі для кількості угод має наступний вигляд:

$$Yq = 48\,582 - 0{,}0215 * x1$$

Рівняння однофакторної моделі для вартості угод має наступний вигляд:

$$Yv = 4\,414 - 0{,}01115 * x1$$

Показник p-value в обох випадках знаходиться вище рівня 0,05 (для моделі вартості угод = 0,72427, для моделі кількості угод = 0,917479). Що додатково

підтверджує, що ми не можемо виключати відсутність зв'язку між геополітичними ризиками та динамікою глобального ринку M&A

Таким чином, дослідження засвідчує статистично незначний ефект впливу геополітичних ризиків на інвестиційні рішення щодо M&A. Ми пояснюємо такі результати наступними обставинами:

- неврахуванням геополітичних ризиків у процесі кількісного інвестиційного аналізу, що пояснюється недоліками діючих методик рейтингування та оцінки вартості компаній;
- ігноруванням носіями інвестиційних рішень рекомендацій фінансових аналітиків, які ґрунтуються на кількісних та якісних оцінках ризиків;
- можливими недоліками у кількісних оцінках геополітичних ризиків, зокрема індексу WUI.

Недоліки діючих методик оцінки інвестиційної привабливості в частині недостатності урахування геополітичних ризиків є суттєвою аналітичною проблемою, яка потребує окремого дослідження.

На нашу думку, враховуючи широку обізнаність учасників ринку з показниками ESG та визнання необхідності їх врахування під час інвестиційної діяльності, доцільно додати фактор геополітичного ризику в структуру показників ESG, та враховувати його під час розрахунку рейтингу ESG.

3.2. Використання методів нечіткого когнітивного моделювання в ході прийняття рішення щодо злиття та поглинання компаній

Використання традиційних математичних методів і підходів для аналізу процесів в багатьох прикладних задачах суттєво ускладнюється або унеможливлюється у випадку розгляду слабструктурованих принципово неформалізованих систем. Яскравим прикладом таких систем є угоди злиття та поглинання. Для моделювання та побудови сценаріїв такого класу складних систем застосовується методологія когнітивного моделювання, що спирається

на пізнання, мислення, розуміння, сприйняття та інші аспектів когнітивної діяльності людини [299].

Сутність когнітивного моделювання полягає у спрощеному відображенні найскладніших проблем і тенденцій розвитку системи, дослідженні можливих сценаріїв виникнення кризових ситуацій та шляхів і умов їх подолання. Використання КМ якісно підвищує обґрунтованість прийняття управлінських рішень.

Більшість видів діяльності в слабструктурованому середовищі тісно пов’язані з ризиком, що обумовлений невизначеністю умов та можливими помилковими рішеннями керуючих осіб. Таким чином, сутність КМ полягає в допомозі експерту проаналізувати ситуацію і розробити найбільш ефективну стратегію управління, спираючись не стільки на власну інтуїцію, скільки на впорядковане, структуроване і верифіковане знання про складну систему. Верхньорівнева схема процесу прийняття управлінських рішень представлена на рисунку 3.4.

В основі традиційної когнітивної моделі лежить поняття когнітивної карти у вигляді знакового орієнтованого графа (орграф) $G=\langle V,E\rangle$, у якому: V – безліч концептів (вершин), $V_i \in V$, $i=1, 2,\ldots, k$ є елементами системи, що вивчається; а E – безліч дуг, дуги $e_{ij} \in E$, $i,j=1, 2, \ldots,N$ відбивають взаємозв'язок між концептами (можуть бути двоспрямованими), вага дуг – число (додатне чи від’ємне), яке показує величину зміни параметра елемента системи, відповідно до зміни вершини, що впливає (наприклад, якщо така вершина зросте на 10 %, а вага дорівнює 0,2, то цільова вершина зміниться на 10 % · 0,2 = 2%). Головна вихідна вершина, значення якої досліджується та оптимізується, називається цільовою. Когнітивна карта вважається успішно побудованою, якщо для неї виконуються умови стійкості. Потім проводиться когнітивне моделювання різних сценаріїв розвитку, наприклад, які зміни відбудуться, якщо певний параметр збільшиться (чи зменшиться) на 10 %, і

навпаки – що слід змінити, щоб збільшити цільову вершину (показник) на задану кількість відсотків.

Такий апарат дозволяє працювати з даними як якісного, так і кількісного типу, причому ступінь використання кількісних даних може збільшуватися залежно від можливостей кількісної оцінки взаємодіючих факторів в ітераційному циклі моделювання Мета когнітивного моделювання полягає в генерації та перевірці гіпотез про функціональну структуру спостережуваної ситуації до отримання функціональної структури, здатної пояснити поведінку спостережуваної ситуації. Адекватно вибудована структурна схема причинно-наслідкових зв'язків дозволить зрозуміти та проаналізувати поведінку системи.

В цілому, побудову нечіткої когнітивної карти можна подати у вигляді наступної послідовності кроків, що визначають:

- перелік концептів, значимих для даної предметної області;
- відносини причинності (впливу) між кожною парою концептів;
- знак впливу (позитивний чи негативний) між кожною парою концептів, пов'язаних відношенням причинності;
- силу впливу між кожною парою концептів, пов'язаних ставленням причинності;
- початковий стан концептів;
- зовнішні впливи на концепти [300].

Зазвичай множину базисних факторів, причинно-наслідкові відносини між ними та відповідні змінні визначаються за результатами інтерв'ювання, експертного опитування, або аналізу текстів, що мають відношення до досліджуваної ситуації (інформаційно-аналітичної бази).

Для опису факторів використані поняття нечітких та лінгвістичних змінних. Важливим моментом і те, що чинники та відповідно їх зміни мають кількісний вираз. Цей кількісний вираз може бути або об'єктивно

вимірюваним, або мати лінгвістичне значення, що має числову інтерпретацію.

Рис.3.4. Структурна схема процесу прийняття управлінського рішення

Джерело: сформовано автором

Основними проблемами побудови когнітивної моделі є:

- ідентифікація факторів
- визначення ступеня взаємовпливу факторів.

Враховуючи складність більшості систем, варто розуміти, що ймовірність їх опису за допомогою традиційних математичних моделей є досить низькою. Тому позитивний підхід (який дозволяє визначити точні ваги та характер впливу) доповнюється нормативним, який ґрунтується на суб'єктивному сприйнятті взаємодії факторів. Проблема універсальної формалізації взаємовпливу факторів досі не вирішена і навряд чи коли-небудь буде вирішена до кінця, бо не завжди можлива точна кількісна оцінка залежностей [301].

Після побудови моделі можливе використання сценарного моделювання для дослідження впливу на систему можливих варіантів від застосування

різних моделей управління (відповідно, різних варіантів управлінського рішення).

На початковому етапі моделювання може бути достатньо якісної інформації, яка не має точного числового значення і відображає суть ситуації. При переході до моделювання конкретних сценаріїв все більш значущим стає використання кількісної інформації, що представляє собою числові оцінки значень будь-яких показників [301].

Основу інформаційно-аналітичної бази цього дослідження склали публікації провідних українських та зарубіжних фахівців у галузі злиття та поглинання. За аналізом ситуації відібрано 11 чинників, найбільш значимих у процесі прийняття рішення щодо злиття та поглинання. На рисунок 3.5 представлено приклад когнітивної карти прийняття рішення щодо злиття та поглинання. Карта показує наявність впливу між факторами, проте не включає деталі щодо характеру та сили такого впливу.

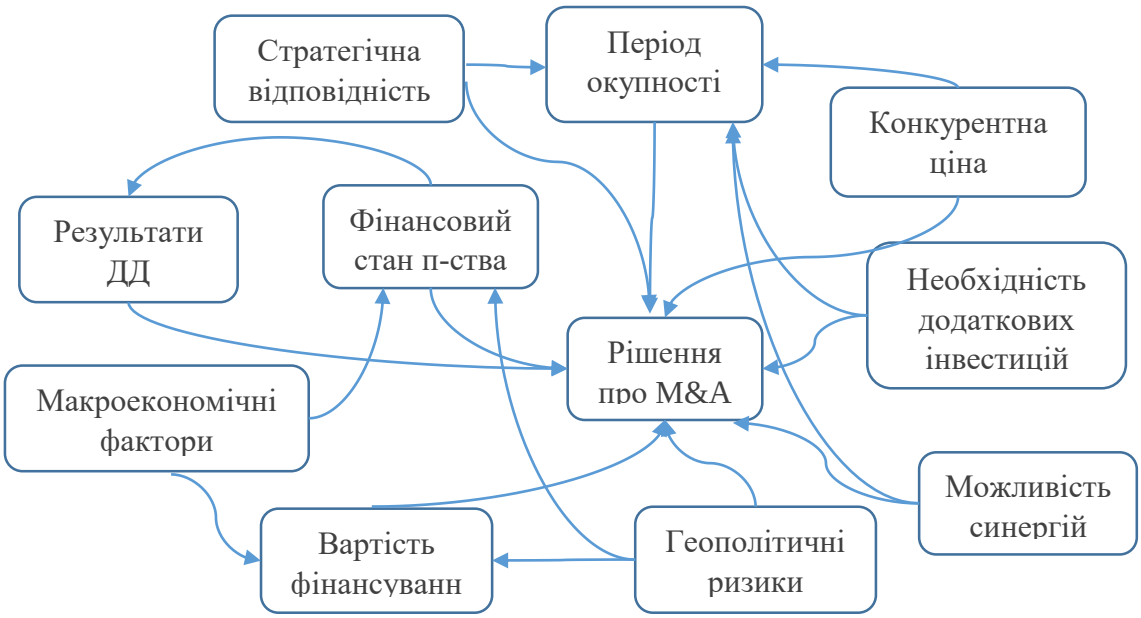

Рис. 3.5. Когнітивна карта – орієнтований граф.

Джерело: складено автором

Побудова когнітивної моделі дозволяє розкрити залежності між факторами, кожна з яких може містити як кількісні, так і якісні змінні. Приклад функціонального графа представлено на рисунок 3.6. Ми використали

експертний підхід для визначення характеру факторів. Для трансформації лінгвістичних оцінок в числові нами було використано шкалу представлену в Таблиці 3.4.

Таблиця 3.4

Оцінка зв'язку між базисними факторами

Лінгвістичний опис	Числове значення
Не впливає	0
Дуже слабко підсилює (послаблює)	0,1 - 0,2 (-0,1 - -0,2)
Слабко підсилює (послаблює)	0,3 - 0,4 (-0,3 - -0,4)
Помірно підсилює (послаблює)	0,5 - 0,6 (-0,5 - -0,6)
Сильно підсилює (послаблює)	0,7 - 0,8 (-0,7 - -0,8)
Дуже сильно підсилює (послаблює)	0,9 - 1,0 (-0,9 - -1,0)

Джерело: сформовано автором

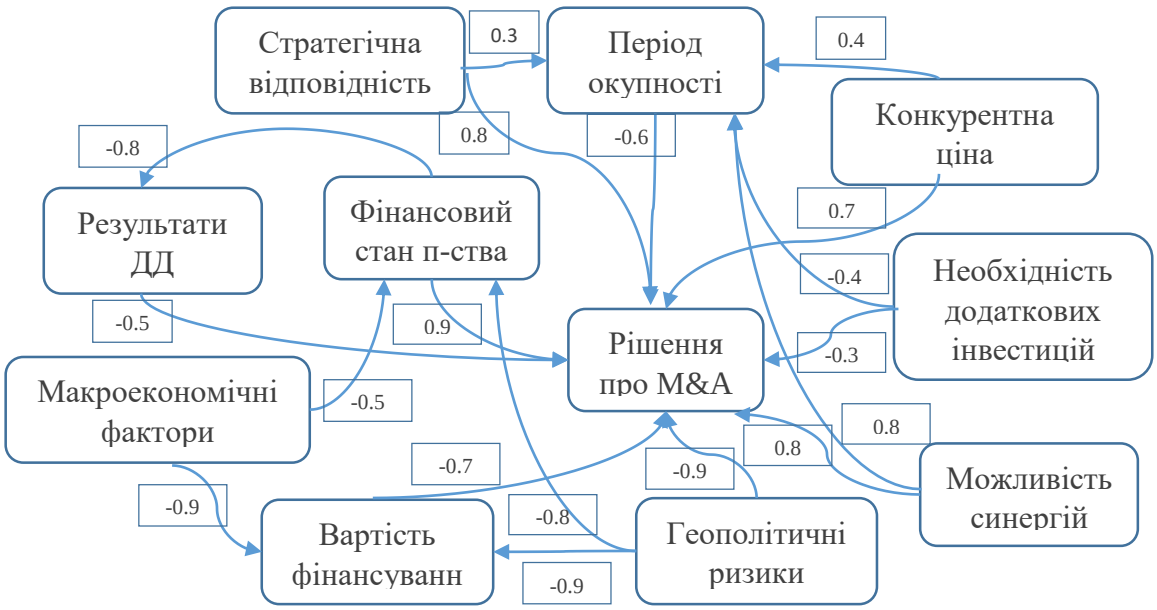

Рис. 3.6. Когнітивна модель –функціональний граф.

Джерело: складено автором

Запропонована підхід до використання нечіткого когнітивного моделювання спирається на принцип поєднання формалізованих методів

моделювання та експертних процедур з метою підвищення рівня обґрунтованості та колегіальності прийнятих управлінських рішень через принципову неможливість повної формалізації процедур прийняття рішень.

3.3 Моніторинг та контроль ефективності операцій злиття та поглинання

Ведення коретного моніторингу та контролю ефективності транзакції забезпечують підвищення ймовірності досягнення встановлених цілей. Зібрана інформація стає основою для аналізу, виявлення причин відхилень, накопичення досвіду, що забезпечить удосконалення процесу прийняття рішень та покращення результатів наступних транзакцій [302].

Моніторинг та контроль визначають як процес поетапного збору та аналізу даних про поточний проект і порівняння поточних або фінальних результатів із цільовими, з метою їх подальшого вдосконалення [303].

Виділяють два типи моніторингу моніторинг результатів (Results-Based Monitoring) та моніторинг процесу (Implementation-Based Monitoring).

Відповідно до Кузек Дж. Та Ріст Р., ключовою ціллю RBM є надання зворотнього зв’язку щодо поточних результатів проекту [304]. Таким чином він відповідає на питання чи результати були досягнуті або чи реально їх досягнути в поставлені строки [305].

З іншого боку IBM фокусується на ресурсах, процесах та результатах проекту з метою безперервного аналізу та корегування елементів процесу задля досягнення цілі [306].

Цілі угоди та показники, якими вони мають вимірюватися і їх цільові значення повинні бути визначені на перших етапах процесу злиття та поглинання (під час розробки стратегії угоди) та уточненні за результатом проведення дью ділідженсу та оцінки.

Ключовим для процесу моніторингу та контролю є чітке розуміння що є успіхом для данної транзакції. У наукових дослідженнях, переважно аналізуючи успіх транзакції роблять фокус на ринковому стані чи фінансових

показниках компанії - Покупця [307]. Окремий блок публікацій торкається аналізу реалізації синергій [308].

Даубер Д. наголошує, що не у всіх транзакціях компанії ставлять для себе фінансові цілі чи цілі щодо створення вартості в коротко чи середньостровому періоді [309]. Цілі можуть бути нефінансовими, а їх реалізація позитивно впливає на вартість компанії в довгостроковому періоді, на менших же часових горизонтах у фінансовому плані транзакцію можливо оцінити, як неуспішну. Проте, для довгострокових періодів складно відстежити вплив однієї транзакції на стан компанії, тому точне визначення успішності та результативності є ускладненим. Розен-Бахер З. дотримується схожих міркувань та розкриває ситуацію, коли один і той самий результат транзакції може бути визнаний як успішним, так і невдалим, залежно від мети угоди [310].

Мегліо О. та Різберг А. систематизували показники які використовуються для визначення ефективності транзакцій. Відповідно до їх класифікації всі показники первинно поділяються на фінансові та нефінансові [307]. Фінансові показники розподіляються на дві групи: ринкові показники (динаміка ціни акцій, ціна/валові доходи (P/R), ціна/прибуток до оподаткування (P/EBT), ціна/чистий прибуток (P/E), ціна/грошовий потік (P/CF), Average abnormal return) та бухгалтерські (маржинальність, зміна чистих активів, ліквідність, платоспроможність, тощо), в свою чергу, нефінансові – на показники операційної ефективності та загальної ефективності.

Використання нефінансових показників також доцільне для оцінювання результатів транзакції. В підході Мегліо О. та Різберг А, описаному вище, під операційною ефективністю розуміють вигоди, яких можна досягти завдяки об’єднанню ресурсів компаній. Вони також визначають успіх як досягнення цілей транзакції [307]. Однак, як зазначає Даубер Д., злиття та поглинання можуть проводитися з метою досягнення кількох цілей, що ускладнює оцінювання успіху [309]. Виживання є остаточним індикатором, який часто

вимірюється за допомогою дивестицій. Ми погоджуємося, що цілі транзакції можуть лежати у фінансовій та нефінансовій площинах, проте вважаємо, що суть двох категорії «успіх» та «виживання», які наводять автори у нефінансовому блоці є занадто розмитими та незрозумілими. Золло М. та Майер Д. використовували показник плинності кадрів серед ключових працівників як один із показників для оцінки довгострокового успіху процесу злиття та поглинання [311]. Ми вважаємо необхідним аналіз впливу транзакції на працівників компанії.

Окремо в рамках кожної з підгруп показників виділяють оцінювання реалізації синергій, оскільки вони можуть бути, як фінансовими, так і нефінансовими. Для коректної ідентифікації потрібно зокрема розрізняти поняття «синергії» та «удосконалення». Ключова відмінність полягає у тому, що для реалізації синергетичного ефекту має бути залучено мінімум два суб'єкти. Удосконалення можуть бути здійсненні суб'єктом самостійно.

Згідно з дослідженням більше ніж сотні наукових статтей за тематикою визначення ефективності транзакцій злиття та поглинання, нефінансові показники почали використовуватися в 1990-х роках і стають дедалі поширенішими [307]. Проте, використання фінансових показників дотепер переважає. В той же час використання фінансових та нефінансових показників в рамках одного дослідження показує тенденцію до зниження з часом.

Ми підтримуємо позицію вчених, які ставлять під сумнів оптимальність використання ринкових показників для вимірювання ефективності транзакцій. Згідно з Коте Л. та інші, ефективність M&A не слід розглядати лише як простий набір ринкових або бухгалтерських показників [312].

Поняття ефективності транзакцій M&A є складною конструкцією, унікальною для кожної окремої угоди, вона не має єдиного визначення, і тому не варто шукати один найкращий показник, який би підійшов для всіх ситуацій, а краще визначати чіткіші показники, які дійсно пояснюють, що вимірюється в рамках конкретної транзакції.

Ми погоджуємося з науковцями, які розглядають транзакцію злиття та поглинання, як комплексний процес та як наслідок, обгрунтовують різноманітність варіантів підходів до визначення її результативності. Ми вважаємо, що успішність транзакції не може визначатися на основі аналізу одного показника й відповідно схиляємося до використання системи збалансованих показників для моніторингу та контролю за значеннями цільових показників. Під збалансованістю системи часто розуміють пошук балансу між минулим, сьогоденням та майбутнім, тобто аналіз важливих процесів з точки зору того, які кроки приведуть підприємство до певних результатів в майбутньому. В економічній літературі, особливо в роботах з питань контролінгу, ця проблематика відома під назвами «ранні індикатори» (система раннього виявлення) і «пізні індикатори» (система раннього оповіщення). Більшість з використовуваних на сучасному етапі показників - пізні індикатори (статті балансу та обліку прибутку, що впливають на основі фінансові показники), обчислені в кінці господарських процесів. Ранні індикатори орієнтовані на початок, на ранні стадії процесу. Увага переноситься з визначення прибутку або грошових потоків, яких ми прагнемо досягти через п'ять років, на зміну тих процесів, які сьогодні повинні забезпечити досягнення через п'ять років бажаного прибутку або грошових потоків. Саме цей підхід дозволяє подолати протиріччя між стратегічною спрямованістю і бюджетом, що грунтується на сьогоденні. Завдання полягає в розробці прийнятних ранніх індикаторів - показників, придатних для вимірювання тих процесів, які забезпечують сьогодні досягнення цілей підприємства в майбутньому, тобто стратегічних показників, заснованих на цьому так само, як і бюджет.

Моніторинг рівня окремих елементів збалансованої системи показників дозволяє швидко аналізувати та реагувати на відхилення в цільових показниках від очікуваних й коригування процесів в компанії. Також, на нашу думку, будуючи збалансовану систему показників, необхідно враховувати

вплив транзакції на елементи об'єднаної екосистеми компанії – Покупця та компанії – Продавця.

ЗСП для подальшого моніторингу має будуватися від 1-3 ключових показників, які найбільш точно характеризують поставлені в ході планування цілі транзакції. Наступним кроком є визначення факторів, що впливають на досягнення цільових значень за визначеними показниками. Далі підбираються показники, як фінансові, так і нефінансові, які дають можливість відстежувати поточний рівень факторів впливу на ключові показники.

ЗСП дозволяє контролювати та здійснювати аналіз відхилень всіх ключових показників в різних сферах/перспективах діяльності бізнесу, які впливають на цільовий індикатор визначений для транзакції. Загальноприйнятою є побудова системи від перспектив пов'язаних з клієнтами, процесами, розвитком, ESG до фінансової, тобто показники за різними блоками підприємства впливають на фінансові показники, які в свою чергу можуть бути складовими показника вартості компанії, як ключового індикатора успішності. Проте, на нашу думку в залежності від цілей транзакції порядок перспектив можна змінювати у необхідному для компанії порядку, наприклад, якщо ESG цілі чи процесні цілі є ключовими, то показники відповідної перспективи можуть розташовуватися на вершині системи.

Нами розроблено ЗСП для цілей моніторингу та контролю результатів транзакції M&A ТОВ СП «Нібулон» та ТОВ «СП» Дунайсудосервис (рисунок 3.7).

Ми виділили три ключових цілі в реалізації цієї угоди, а саме:

- зростання FCFF згенерованого напрямком суднобудування;
- розширення частки ринку в сегменті суднобудування, ремонту та обслуговування суден;
- збереження і за можливості збільшення штату працівників, які залучені до робіт в даному сегменті.

Очікується, що реалізація даних цілей матиме позитивний вплив на вартість компанії, хоча це не є ключовою метою транзакції на даному етапі.

Також, нами визначено індикатори, які дозволять контролювати та корегувати процес досягнення цільових значень ключових показників, таблиця 3.5. Окрім того, важливо проводити постійну комунікацію щодо змін, які відбуваються в компанії, інформувати персонал про поточний стан справ, планів на найближчі періоди, чітко доносити цілі, які ставляться перед компанією та контролювати їх розуміння та сприйняття працівниками. Якщо компанії мають різну корпоративно культуру, а Нібулон має особливості, які відрізняють це підприємство від більшості компаній, то важливо особливу увагу приділяти сприйняттю ключових підходів та цінностей на придбаному підприємстві. Ці процеси також потребують окремого контролю.

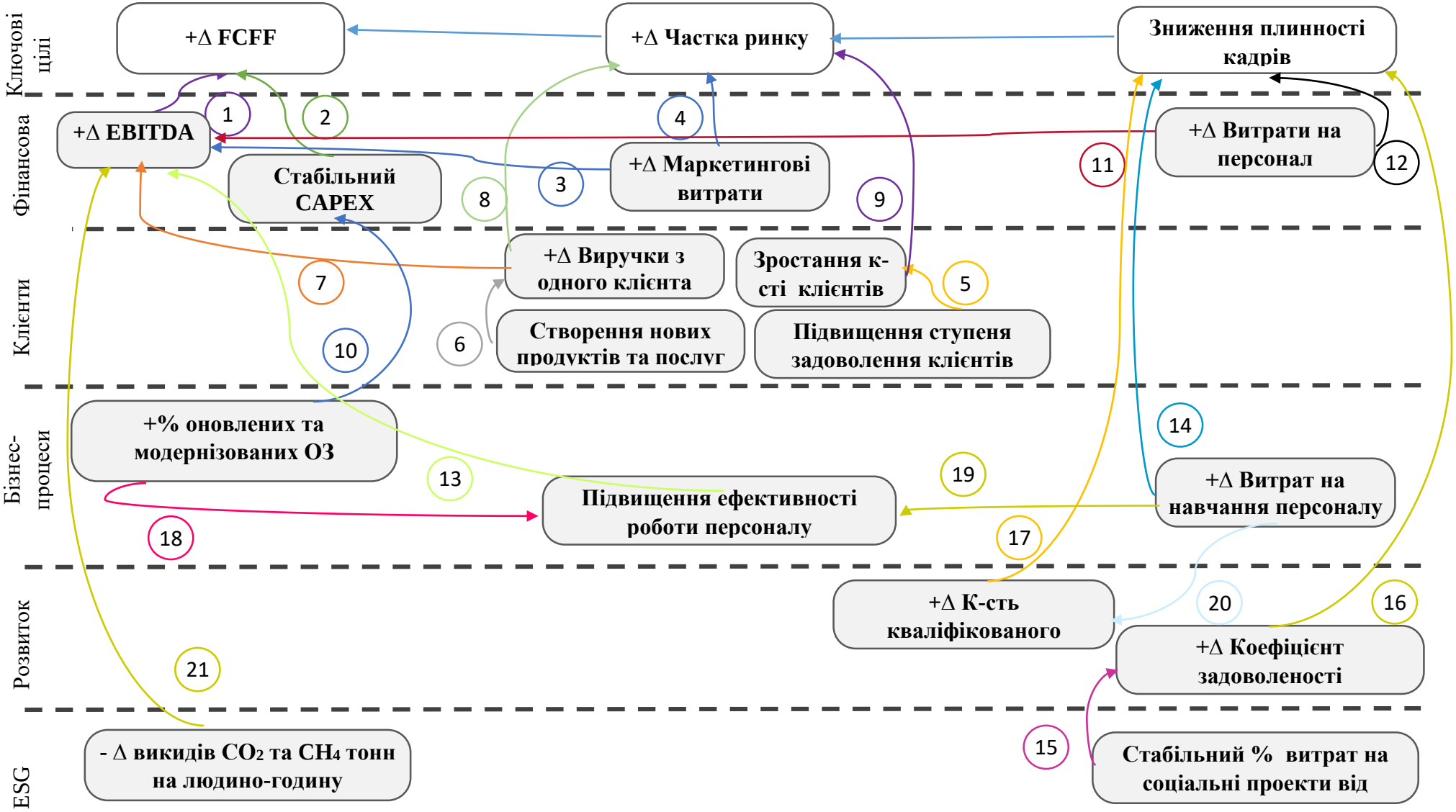

Рис.3.7. Карта стратегічних цілей ТОВ СП «Нібулон» в рамках транзакції M&A в розрізі перспектив
Джерело: сформовано автором

Таблиця 3.5

Розподіл стратегічних цілей та їх показників за перспективами BSC для транзакції ТОВ СП «Нібулон»

Перспектива	Стратегічні цілі	Показники
Фінансова перспектива	Зростання FCFF	Δ EBITDA, ΔМаркетингові витрати, ΔВитрати на персонал
	Стабільні капітальні інвестиції	Стабільний % CAPEX від виручки
Перспектива клієнта	Підвищення ступеня задоволення клієнтів	Коефіцієнт задоволеності клієнтів,%
	Збільшення частки ринку	Частка ринку
	Зростання кількості клієнтів	Δ К-сть клієнтів
	Зростання обсягів виручки від одного клієнта	Δ Виручки з одного клієнта
	Створення нових продуктів та послуг	% доходів від нових продуктів в загальних доходах
Перспектива бізнес - процесів	Підвищення ефективності бізнес - процесів	Підвищення ефективності роботи персоналу
		Δ Витрат на навчання персоналу на одного працівника
		% оновлених та модернізованих ОЗ
Перспектива розвитку	Підвищення рівня задоволеності працівників	Δ Коефіцієнт задоволеності працівників,%
	Збереження експертного персоналу	Рівень плинності кадрів, Δ К-сть кваліфікованого персоналу
Перспектива сталого розвитку	Зниження негативного впливу на навколишнє середовище	Викидів CO_2 та CH_4 тонн на млрд кВт/год виробленої енергії
	Стабільність підтримки громад та персоналу	Δ Інвестиції у реалізацію соціальних проектів

Джерело: сформовано автором

Проаналізувавши характер впливу транзакції на екосистему компанії-Покупця, ми визначили, що ключовий вплив буде спрямовано на наступні елементи екосистеми: персонал, клієнти суднобудівного сектору (включаючи державні органи),конкуренти та партнери. Окрім того, певний ефект буде спостерігатися для кредитори, громади та освітні установи потенційно. Розглянемо детальніше окремі групи. *Персонал* – є найважливішим елементом екосистеми, оскільки без кваліфікованих кадрів компанія не може продовжувати свою діяльність. Однією з ключових цілей запропонованої транзакції є збереження персоналу суднобудівного заводу ТОВ СП «НІБУЛОН», який через блокування заводу не може повноцінно працювати, компанія змушена скорочувати штат, а мова йде про часто унікальних професіоналів, людей досвідчених, з високою експертизою. Транзакція дозволить зберегти штат підприємства та розширити його, оскільки ТОВ СП «Нібулон» активно реалізує пілотні проекти у сфері розмінування (в тому числі і на воді), тому є надія на отримання державних та приватних замовлень на побудову суден, які будуть допомагати в розмінуванні водних шляхів України. Тож, ключовим результатом угоди для персоналу буде:

- збереження робочих місць;
- зростання заробітньої плати;
- реалізація нових амбітних проектів;
- враховуючи, потенційні замовлення для Збройних сил – можливим є отримання додаткових бронювань для персоналу;
- підвищення власної кваліфікації.

З потенційних мінусів зазначимо часткову релокацію до Ізмаїлу, де знаходяться потужності судноремонтного заводу, який пропонується для придбання.

Клієнти суднобудівного сектору. До початку війни суднобудівний завод Нібулону працював виключно на потреби компанії та мав точкові контракти щодо ремонту катерів для державних структур. В планах було виготовлення суден для третіх сторін, але початок повномасштабного вторгнення відклав їх реалізацію. Проте, до війни на підприємстві працювало до 600 людей. Завод в Ізмаїлі має стати

точкою виходу Нібулону на більш широкий ринок суднобудівного сектору. Компанія дотримується високих стандартів якості, відповідно клієнти отримають продукти та послуги високої якості в визначені терміни, очікується позитивний вплив на стандарти ринку при входженні Нібулону. Без клієнтів робота підприємства втрачає економічний сенс, тому аналіз впливу транзакції на цей елемент системи є виключно важливим для прогнозування фінансових результатів для компанії.

Конкуренти на суднобудівному/ремонтному ринку України та регіону в результаті транзакції будуть відчувати подвійний впив. З одного боку Нібулон має амбіції та всі можливості до збільшення частки ринку відповідно в суднобудуванні та супутніх послугах, з іншого боку компанія має дуже високі внутрішні стандарти якості та відпрацьовані процеси, що довели власну ефективність, розробки нових типів суден, ідеї щодо удосконалення елементів вже існуюючих продуктів, тому очікується поступовий вплив на всю галузь в частині підвищення стандартів якості та ефективності.

Партнери. Розширення діяльності Нібулону приведе до посилення зв'язків з його партнерами та пошук нових для реалізації запланованих ідей, унікальних замовлень, тощо. Тобто, потенційно транзакція матиме позитивний вплив на діяльність партнерів. Для Нібулону важливо аналізувати власні взаємозв'язки з партнерами та постачальниками, адже вони є інколи критичною ланкою в можливості Нібулона ефективно та якісно виконувати власну роботи, зобов'язання перед клієнтами, що автоматично впливає на рівень фінансових результатів.

Кредитори в сучасному нестабільному середовищі, враховуючи високий рівень кредитного навантаження на компанії, зацікавлені в проектах, які здатні підсилити фінансове здоров'я та стабільність компанії. Оскільки, очікується, що запропонована транзакція матиме саме такий вплив на ТОВ СП «Нібулон», то кредитори є зацікавленою стороною в успішному завершенні транзакції.

Громади. Взаємодія з громадами, їх підтримка та розвиток дозволяють підвищувати лояльність до компанії в регіоні або місцевості функціонування бізнесу, таким чином знижуючи ризики фізичного пошкодження/знищення майна, порушення операційних процесів та підвищення часових затримок через забастовки, блокування

людьми доріг/проїздів, тощо. Окрім того часто працівники компанії є жителями місцевих громад, а відповідно підтримуючи здорові стосунки з громадами, компанія підвищує рівень задоволеності та мотивації власних працівників (або потенційних). Додатково, лояльність громад може стати вагомим позитивним фактором у процесі отримання позитивної (або швидшої) реакції місцевих органів самоврядування на потреби або проекти компанії, що має свій ефект на стабільність та успішність розвитку бізнесу. В рамках транзакції компанія буде більш широко залучена до роботи в регіоні і хоча зараз вже має термінал в Ізмаїлі, очікується, що в разі закриття угоди більше ресурсів буде направлено на реалізацію соціальних проектів для місцевих громад.

Освітні та наукові установи. Для студентів регіону відкривається ще одне місце для практики та подальшого працевлаштування, оскільки політики Нібулону щодо залучення молоді діють на всіх підприємствах групи. Наукові установи технічних напрямків, особливо, пов’язані з суднобудуванням потенційно будуть долучені до реалізації проектів з розробок суден та /або їх вдосконалення, тощо. Довгострокова діяльність компанії залежить від наявності молодих та освідчених спеціалістів, але вона майже неможлива без нових продуктів та рішень, тому підтримка та розвиток відносин з даними установами, як елементами екосистеми відіграє певну роль у забезпеченні подальшого успіху, в тому числі й фінансового, компанії.

Процес моніторингу та контролю має бути покладено на відділ контролінгу компанії. Наглядова рада компанії повинна приймати участь у відстеженні проміжного статусу щодо реалізації запланованих синергій та досягнення поставлених цілей. Керівна ланка компанії має брати участь у прийнятті рішень щодо оперативного коригування відхилень від планових показників.

Виділимо потенційні ризики, які можуть виникати в процесі інтеграції та роботи компаній після транзакцій і відповідно будуть потребувати реакції:

- Критична зміна макроекономічного середовища;
- Підсилення геополітичної кризи;
- Поява нових конкурентів на ринку або об’єднання існуючих;

- Невідповідність реального стану активів тому, який очікувався (наприклад, після здійснення детального технічного аудиту після купівлі) або ідентифікація додаткових ризиків, які на були виявлені в ході передінвестиційного дослідження;
- Зміна регуляторного середовища може вплинути на майбутні грошові потоки;
- Погіршення відносин з клієнтами або втрата ключових клієнтів
- Юридичні проблеми, такі як судові позови або регуляторні штрафи
- Порушення ланцюгів постачання
- Зміна стратегічного фокусу компанії, наприклад вихід з певного ринку або продуктового напряму, пов'язаного з придбаним бізнесом.

Постає питання щодо моменту, коли необхідно вимірювати фінальні результати транзакції. У науковій спільноті існують дослідження які розглядають як короткі часові інтервали (наприклад 3-5 днів після оголошення про транзакцію), середньо строкові (1-3 роки) так і більш тривалі періоди від дати оголошення про транзакцію. Відповідно до результатів дослідження Різберг А. та Мегліо О. багато дослідників M&A, вважають три роки середнім періодом для завершення процесу інтеграції, і, отже, вдалим часовим інтервалом для вимірювання ефективності [307]. Проте, автори не дають обгрунтувань припущенню щодо адекватності такого часового проміжку. Зазначимо, що визначення моменту завершення інтеграції є теж дискусійним, адже безумовно є блоки, які ми можемо чітко відслідкувати, наприклад, об'єднання IT систем, оптимізація персоналу, встановлення нової техніки, тощо, проте ми не можемо чітко виміряти коли працівники повністю адаптуються до нового корпоративного середовища, можливо системи взаємодії, процесів, тощо.

Окрім того після завершення процесу інтеграції компанії потрібен час щоб показати результати вже працюючи в налагодженій системі. На нашу думку хибним є підхід до оцінювання результатів транзакції на короткострокових проміжках, оскільки для них переважно використовуються ринкові показники, а вони відображають експертну, але суб'єктивну думку учасників ринку, щодо потенційно можливого розвитку компаній після придбання компанії, ці оцінки можуть не мати

нічого спільного з реальними результатами. Окрім того, на коротких часових інтервалах ще не відбулося інтеграції компаній, відповідно частина запланованих синергій не мали об'єктивної можливості реалізуватися. На нашу думку, кожна транзакція має свій унікальний період інтеграції, адаптації та виходу на нормальні для неї рівні результативності та ефективності, проте в рамках кожної ми більше схильні до вимірювання результатів транзакцій на середньо або довгострокових відрізках, розуміючи, що у кожного вони будуть свої. Щодо довгострокових періодів з моменту оголошення про угоду чи підписання ДКП, на таких горизонтах виникають складнощі з відділенням ефектів інших факторів від впливу конкретно транзакції на результати роботи компанії.

Умовним орієнтиром може бути завершення періоду протягом якого планувалося досягти поставлені результати. Орієнтир є умовним, тому що можлива зміна умов функціонування, які матимуть вплив на швидкість досягнення цільових показників. Ми вважаємо хибним робити висновки щодо успішності транзакції до завершення хоча би одного повноцінного операційного циклу. Після нього можна робити більш точні прогнози щодо досягнення запланованих цілей та вносити правки в поточні процеси.

Висновки до розділу 3

1. На основі аналізу наукових публікацій українських та міжнародних авторів було зроблено висновок, про продовження зростання інтересу як практиків в ході оцінки компаній та прийняття інвестиційних рішень і кредиторів в ході оцінки платоспроможності позичальника та потенціалу проекту, так і наукової спільноти. Фокус наукових досліджень переважно спрямовано на пошуки зв'язків та залежностей між зміною вартості компанії та динамікою її ESG показників, а також на вплив факту розкриття нефінансової інформації та привабливість компанії для інвестування. Переважна кількість досліджень підтверджує позитивний вплив розкриття інформації щодо ESG, та високі рівні нефінансових показників на вартість компаній. Вважається, що за рахунок зниження ризиків потенційні інвестори схильні платити премію за умовно

«чисті» активи. Проте, наявні й дослідження, які виявляють зворотній зв'язок, обґрунтовуючи це тим, що проекти в сфері ESG частіше за все є коштовними та неприбутковими, таким чином здатні погіршувати фінансовий результат компанії.

2. Не зважаючи на зростаючу увагу до ESG ризики в діяльності компаній, геополітичні ризики не були в фокусі наукової дискусії та уваги практиків. Ми провели дослідження на основі аналізу емпіричної інформації щодо кількості та вартості транзакцій M&A, факторів що на них впливають, з використанням змішаного методичного підходу та спробували виявити та узагальнити певні закономірності у прийнятті відповідних рішень. За результатами дослідження було засвідчено статистично незначний ефект впливу геополітичних ризиків на інвестиційні рішення щодо M&A. Ми пояснюємо такі результати наступними обставинами:

- неврахуванням геополітичних ризиків у процесі кількісного інвестиційного аналізу, що пояснюється недоліками діючих методик рейтингування та оцінки вартості компаній;
- ігноруванням носіями інвестиційних рішень рекомендацій фінансових аналітиків, які ґрунтуються на кількісних та якісних оцінках ризиків;
- можливими недоліками у кількісних оцінках геополітичних ризиків, зокрема індексу WUI.

3. Комплексність процесу злиття та поглинання та нестабільність середовища функціонування компаній призводить до підвищеної складності процесу прийняття рішень щодо злиття та поглинання. Задля підвищення рівня формалізації та зниження рівня суб'єктивності в процесі прийняття рішень, нами запропоновано використання нечіткого когнітивного моделювання задля покращення процесу прийняття рішень. Серед ключових сильних сторін такого підходу – можливість врахування факторів, залежність між якими може вимірюватися як кількісно, так і лінгвістично (тобто експертно та якісно), побудова системи на основі факторів та зв'язків між ними, можливість

подальшого сценарного моделювання для тестування різних гіпотез, комбінацій управлінських рішень, та обрання оптимального.

4. Моніторинг та контроль результатів транзакції неможливий без чіткого визначення критеріїв успішності. Наявність широкого спектру цілей (в тому числі і нефінансових), які переслідують компанії в різних транзакціях ускладнює об’єктивну оцінку ефективності транзакцій на загальному рівні. Проте, одночасно існує впевненість учасників ринку, що незважаючи на неуспішність більшості транзакцій в кількісному вимірі (тобто, % неуспішних транзакцій більше, ніж успішних у структурі всіх здійснених угод), в вартісному виражені на глобальному рівні процеси злиття та поглинання приносять значний позитивний приріст вартості бізнесів. В рамках однієї транзакції важливим для її успіху для ефективного моніторингу є визначення конкретних цілей, показників, які відображають досягння таких цілей та їх числові таргетовані значення.
5. Використання одного показника не може повноцінно відобразити результат транзакції та не дає достатньо інструментів для швидкого реагування на можливі відхилення в процесі роботи компанії. Тому використання Збалансованої системи показників розробленої під конкретну транзакцію сприятиме ефективному процесу моніторингу та контролю. В ході роботи було побудовано карту стратегічних цілей та показників для запропонованої угоди між ТОВ СП «Нібулон» та ПрАТ «ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ».

ВИСНОВКИ

У роботі запропоновано новий підхід до вирішення актуального науково-прикладного завдання щодо обгрунтування теоретико-методичних положень та практичних розробок для забезпечення підвищення ефективності процесу злиття та поглинання компаній. За результатами проведеного дослідження зроблено наступні висновки та пропозиції.

1. Запропоновано підхід до систематизації складових процесу злиття та поглинання, в рамках якого передбачено одинадцять елементів та враховано фактор часу. Даний підхід сприяє покращенню розуміння процесу учасниками угоди. Також, сформовано деталізований перелік завдань, що характерні кожному з етапів.
2. На основі дослідження виявлено значний вплив суб'єктивних факторів на процес прийняття інвестиційних рішень. Запропоновано в рамках Концепту фінансового контролінгу злиття та поглинання використання інструментів, що здатні мінімізувати вплив когнітивних упереджень на процес прийняття рішень. Завданнями цього блоку є координація діяльності учасників фінансових відносин та попередження опортуністичної поведінки агентів, відповідальних за прийняття рішень.
3. Визначено напрямки підвищення успішності угод злиття та поглинання та запропоновано їх реалізацію через імплементацією інструментарію контролінгу. Сформульовано завдання контролінгу злиття та поглинання:

- координація процесу злиття та поглинання (як на стратегічному, так і на операційному рівнях);
- інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод M&A;
- оцінювання ризиків, контроль та моніторинг процесу здійсненної угоди.

4. Запропоновано Концепт фінансового контролінгу злиття та поглинання, використання якого на підприємствах забезпечить координацію процесу злиття та поглинання, інформаційне та методичне забезпечення рішення щодо угод злиття та поглинання, оцінювання ризиків, розрахунок синергій, контроль та моніторинг результатів здійсненної угоди. Сформульовано ключові завдання та

інструменти, які можуть застосовуватися в розрізі кожного з елементів Концепту. Усвідомлене використання коректних інструментів в рамках процесу злиття та поглинання сприяє оптимізації управлінських рішень, зменшує ризики пов'язані з угодою та потенційно підвищують рівень успішності угод.

5. Визначено, що в сучасних умовах підвищеної взаємозалежності елементів та нестабільності навколишнього середовища саме екосистемний підхід до розуміння, аналізу та управління діяльністю підприємств надає достатній рівень гнучкості, достовірності та повноцінності інформації та логіці сприйняття для прийняття коректних управлінських рішень. Обгрунтовано використання екосистемного підходу в процесі злиття та поглинання компаній. Використання екосистемного підходу здатне підвищити точність та адекватність аналізу Таргет-компанії, ідентифікації як потенційних синергій, так і ризиків, реалізація яких може мати критичний вплив на результати транзакції. Комплексність екосистемного підходу дозволяє отримати більш достовірну інформацію, що дає можливість приймати коректні управлінські рішення.
6. На основі проведеного аналізу ТОВ СП «Нібулон» визначено ключові конкурентні переваги компанії на ринку експортерів аграрної продукції. Ідентифіковано та охарактеризовано елементи екосистеми ТОВ СП «Нібулон». Ідентифіковано ризики, що можуть генеруватися кожним з елементів екосистеми та при їх реалізації здатні призвести до погіршення фінансового стану компанії. Ідентифіковано ризики характерні для елементів екосистеми у періоди відносної геополітичної стабільності та у військовий час.
7. На основі проведеного фінансового та стратегічного аналізу ТОВ СП «Нібулон», дослідження стратегічних орієнтирів було визначено одним з потенційно успішних напрямків посилення стратегічних та операційних позицій компанії – купівля суднобудівного заводу з потужностями для перевалки в м. Ізмаїл. Реалізація даної угоди має ряд важливих стратегічних переваг, а саме можливість зберегти працівників, розширить свій портфель

активів та, враховуючи активний розвиток напрямку, створить базу для потужного фінансового зростання.

8. Визначено роль фінансового дью ділідженсу в процесі злиття та поглинання та запропоновано окремі потенційні коригування до трьох показників EBITDA, Чистий борг, Чистий робочий капітал, наведено приклад розрахунків скоригованих показників для вибірки українських аграрних компаній на основі доступної публічної інформації.
9. Проведено дослідження наявності впливу підходу до фінансування транзакції на її результативність. Зроблено висновки про те, що транзакції для фінансування яких обрано борг (кредит в банку, LBO, тощо) переважно мають вищу результативність в порівнянні з тими, які фінансувалися за іншими підходами. Однією з причин успішності таких транзакцій визначено додаткові перевірки кредиторами звітів про дью ділідженс та прогнозів компанії, очікуваних синергій та реальності їх досягнення та, відповідно, прийняття рішення щодо можливості надання фінансування.
10. На основі дослідження підтверджено, що оплата акціями переважно сприймається учасниками ринку негативно, оскільки часто свідчить або про відсутність доступу до інших інструментів фінансування або про переоціненість акцій компанії-Покупця. Виявлено, що переважно за транзакціями, де використовувалися грошові кошти капіталізація компаній-Покупців знижувалася. Аналогічно, щодо курсу акцій. У відсотковому вираженні більше транзакцій, які використовували акції у якості інструменту оплати показували ріст курсу акцій в момент угоди в порівнянні з курсом до оголошення.
11. Структуровано ключові критерії, які мають враховуватися в ході обрання методу фінансування транзакції, а також сформовано структурно-логічну схему вибору інструменту фінансування транзакції.
12. За результатами проведеного дослідження було засвідчено статистично незначний ефект впливу геополітичних ризиків на інвестиційні рішення щодо M&A. Ми пояснюємо такі результати наступними обставинами:

- неврахуванням геополітичних ризиків у процесі кількісного інвестиційного аналізу, що пояснюється недоліками діючих методик рейтингування та оцінки вартості компаній;
- ігноруванням носіями інвестиційних рішень рекомендацій фінансових аналітиків, які ґрунтуються на кількісних та якісних оцінках ризиків;
- можливими недоліками у кількісних оцінках геополітичних ризиків, зокрема індексу WUI.

Запропоновано включення геополітичного фактору в рамках ESG.

13. Обгрунтовано використання нечіткого когнітивного моделювання, задля підвищення рівня об’єктивності та відповідно зниження рівня суб’єктивності процесу прийняття рішень. Серед ключових сильних сторін такого підходу – можливість врахування факторів, залежність між якими може вимірюватися як кількісно, так і лінгвістично (тобто експертно та якісно), побудова системи на основі факторів та зв’язків між ними, можливість подальшого сценарного моделювання для тестування гіпотез, комбінацій управлінських рішень, та обрання оптимального.
14. Для реалізації комплексного та ефективного моніторингу та контролю транзакції злиття та поглинання, запропоновано використовувати збалансовану систему показників під конкретну транзакцію, що сприятиме вчасній ідентифікації відхилень та надаватиме можливість швидкого реагування керівництва задля досягнення запланованих рівнів показників.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [78].

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Tampakoudis I., Anagnostopoulou E. The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*. 2020. № 6, P. 173–187.
2. Picot G.. Handbook of international mergers and acquisitions: Preparation, Implementation and Integration. New York: Palgrave Macmillan. 2002
3. Nakamura H.R. Motives, Partner Selection and Productivity Effects of M&As: The Pattern of Japanese Mergers and Acquisition. Stockholm School of Economics. 2005. P. 1–334.
4. Reed S.F, Lajoux A.R, Nesvold H.P. A Merger Acquisition Buyout Guide, Fourth Edition. New York. McGraw Hill. 2007.
5. Scott D.L. Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor. 2012. P. 1–424.
6. Depamphilis D.. Merger, Acquisition and Other Restructuring Activities. United State of America. Elsevier Inc. 2018.
7. Snow B. Merger and Acquisition for Dummies. Canada. Wiley Publishing Inc.. 2011.
8. Koi-Akrofi G.Y. Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*. Vol. 17 No. 1. 2016, P. 150–158.
9. Sudarsanam P. S., The essence of mergers and acquisitions. Prentice hall Europe, Herfordshire. 1995. P. 1-303.
10. European Central Bank. Mergers and Acquisitions involving the EU Banking industry – Facts and Implications. 2000. URL: www.ecb.int/pub/pdf/other/eubkmergersen.pdf (Last accessed: 15.01.2023).
11. Gaughan, P. A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. 5th ed.. Hoboken: Wiley. 2010 . P. 1-674.
12. Jagersma P. K..Cross-border acquisitions of European multinationals. *Journal of General Management*. 30 (3). 2005. P. 13–34.
13. Pennings J. M., Lee K.. Mergers and acquisitions: Strategic-Organizational fit and outcomes. 1996.
14. Haspeslagh P. C., Jemison D. B..Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal. New York: Free Press. 1991.
15. Soderberg A-M., Vaara E..Theoretical and methodological considerations. Denmark: Copenhagen Business School Press. 2003. P. 19–48.
16. Butler J., Ferris G. R., Napier N. K.. Strategy and Human Resource Management. Cincinnati, Ohio: South-Western publishing. 1991. P. 1-306.
17. Терещенко О.О., Зимовець В.В. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. / О.О. Терещенко, В.В. Зимовець // Фінанси України. 2015. № 9. С. 78–95.
18. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen: Corporate Finance. 8th Edition. McGraw-Hill, Boston MA. 2005.

19. Chunlai Chen, Z., and Findlay, C.. A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC. *Asian-Pacific Economic Literature*, 17 (2). 2003. P.14–38.
20. Hariyani I, Serfianto R, Yustisia C. 2011. Merger, Konsolidasi, Akuisisi dan Pemisahan Perusahaan. Jakarta. Visi Media.
21. Gwendolyn K. Lee & Marvin B. Lieberman. Acquisition vs. internal development as modes of market entry. *Strategic Management Journal*, vol. 31(2). 2010. P. 140–158.
22. Koetter M., Evaluating the German Bank merger wave. *Discussion Paper Series.* Utrecht School of Economics. 2005. P. 32.
23. Cartwright S., Cooper C. L., Organizational marriage: "Hard" versus "Soft" issues?. *Personal Review*, Vol. 24, n.3. 1995.P. 33–42.
24. Child J. D., Faulkner D., and Pitkethly R., The management of international acquisitions. Oxford University Press. 2001. P. 1–266.
25. Sally R., Of mergers and cultures: What happened to shared values and joint assumptions?. *Journal of organizational change management.* vol. 20. №. 1. 2007. P. 26–43.
26. Gerds J., Schewe G., Post Merger Integration: Unternehmenserfolg durch Integration Excellence. 3rd ed. Germany: Springer-Verlag, 2009.
27. Chang R. A., Curtis G. A., Jenk J.. Keys to the kingdom: How an Integrated IT Capability can Increase your odds of M&A success. USA. 2002.
28. Newswire P.R. "KPMG identifies six key factors for successful mergers and acquisitions; 83% of deals fail to enhance shareholder value". URL: https://www.govcon.com/doc/kpmg-identifies-six-key-factors-for-successfu-0001 (Last accessed: 10.04.2023).
29. Nahavandi A., Malekzadeh A. R., Organisational Culture in the Management of Mergers. Westport. Quorum Books. 1993.
30. Bruner R. F., "Does M & A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, №12 (1). 2002.P. 48-69.
31. Kim, J., Halebliam, J., & Finkelstein, S. When Firms are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums. *Administrative Science* ,2011. P. 26–60.
32. Gadiesh, O., Buchanan, R., Daniell, M. & Ormiston, C. The Leadership Testing Ground. *Journal of Business Strategy*, №23. 2002. P.12–17.
33. Markowitz H.M.. Portfolio Selection. *Journal of Finance* .Vol 7. 1952. P. 77–91
34. Ross S., Steven A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems. *American Economic Review*. LXII. 1973. P.134–139.
35. Jensen M.C., Meckling W.H..Theory of The Firm,Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. V. 3, No. 4, 1976. P. 305–360.
36. Jensen R., Michael C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76/2. 1986. P. 323–329.
37. Amihud Y, Lev B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Journal of Economics*, № 12, 1981. P. 605–617.
38. Shleifer A, Vishny R.W. Greenmail,White Knights, and Shareholders' Interest. *Journal of Economics*,№ 17. 1986. P. 293–309.

39. Gary, Mathias Kahl, and Richard J. Rosen.. “Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size.” *Journal of Finance*. 64:3, 2009. P. 1291–1344.
40. Roll R.1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*. Vol. 59.1986. P. 197–216. http://dx.doi.org/10.1086/296325
41. Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*. №60. 2005. P. 2661–2700
42. Candrai A. and others. Literature Review on Merger and Acquisition. Studies of Applied Economics.№39(4).2021. P.1–12.
43. Baker H .K., Kiymaz H.. The Art of Capital Restructuring. New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc. 2011. P. 574.
44. Thaler R.H. Anomalies: The Winner’s Curse. The Journal of Economic Perspectives. Vol.2. №1. 1988. P.191-202
45. Bradley M.A., Desai M. –, Kim E.H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics.* № 21. 1988. P.3–40.
46. Seth A. Value creation acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal.* №11, 1990. P. 99–115.
47. Hubbard G, Palia D. A reexamination of the conglomerate merge wave in the 1960s: An internal capital market view. *Journal of Finance* № 54. 1999. P. 1131–1152.
48. Larry H. P. Lang, Litzenberger R.. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics*.1989. P. 181–191.
49. Jovanovic B., Rousseau P.L. The Q-theory of mergers. *American Economic Review Papers and Proceedings*. 2002. P.198–204.
50. Shleifer A, Vishny R.W. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* №70 (3). 2003. P.295–311.
51. Fama E. Agency Problems and The Theory of The Firm. *Journal of Political Economy*. Vol. 88, No. 2. 1980. P. 288–307.
52. Wolfe M, Stressman S, Manfredo M. The acquisition of IBP by Tyson foods in 2001: pre and postmerger financial performance. *American Journal of Agricultural Economics*. Vol. 93. No. 2. 2011. P. 1–6.
53. Merle M. Erickson and Wang Shiing-wu. Tax Benefits as a Source of Merger Premiums in Acquisitions of Private Corporations. *Accounting Review*. № 82(2). 2007. P. 359–87.
54. Lopez E .“Who are the key M&A deal participants, and what do they do?”. URL:https://themalawyer.com/who-are-the-key-ma-deal-participants-and-what-do-they-do/(Last accessed: 09.01.2024)
55. Smit H, Lovallo D.2014. Creating More Accurate Acquisition Valuations. MITSloan Management Review, 56(1), 62–71.
56. Appelbaum, S. H., Gandell, J., Shapiro, B. T., Belisle, P., & Hoveven, E. Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre-during-post stages. *Management Decision*, №38. 2000. P.649–687.
57. Gomes E., Angwing, D. N., Weber, Y., & Tarba, S. Y. Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A

Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*,№ 55. 2013. P.13–35.
58. Boland R. J.. Merger planning: How much weight do personnel factors carry?. Personnel., №47. 1970. P. 8–13.
59. Salus N. P.. Public relations before and after the merger. *Bottomline*, № 6, 1989. P. 47–49.
60. Parenteau S. R., & Weston, F. J.. It's never too early to think integration. *Mergers and Acquisition.* №38, 2003. P. 17–23.
61. Vance S., Fery, J. B., Odell, I. G., Marks, L., & Loomba, N. P.. The impact of mergers on management theory. *Academy of Management Journal*, №12, 1969. P.153–167.
62. Farley J. B., & Schwallie, E. D.. An approach toward successful acquisitions. *The Texas Business Executive*, №7, 1982. P.32–40.
63. Kazemek E. A., & Grauman, D. M.. Awareness of phases helps achieve successful mergers. *Healthcare Financial Management*, № 43. 1982. P. 82.
64. Galpin T. J., and Herndon, M..The complete guide to mergers and acquisitions. San Francisco: Jossey-Bass Publishers. 2000. P. 1–336.
65. Harvard Business Review. Harvard Business Review on Merger and Acquisition. USA: Harvard Business school Publishing Corporation. 2001. P. 1-220.
66. Hora M., Klassen R. Learning from others' misfortune: F–actors influencing knowledge acquisition to reduce operational risk. *Journal of Operations Management*, 2013. P. 52–61.
67. Weber, Y., & Tarba, S. Y. Mergers and acquisitions process: the use of corporate culture analysis. *Cross Cultural Management* , 2012. P. 288–303.
68. Hodgkinson G. P., & Healey, M. P. Psychological foundations of dynamic capabilities: Reflexion and reflection in strategic management. *Strategic Management Journal*, №32(13). 2011. P. 1500–1516.
69. Kahneman D., Tversky, A.. Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, №47, 1979. P. 313–327.
70. Ariely D.. The end of rational economics. *Harvard Business Review*, №87(7/8). 2009. P. 78–84.
71. Simon H.A. Administrative behavior: A study of decision-making processes in administrative organization. Macmillan. 1947.
72. French S., Maule J. Papamichail N.. Decision behavior, analysis and support. UK: Cambridge University Press. 2009. P. 1–472.
73. Bekier, M. M., Bogardus, A. J., & Oldham, T. Why mergers fail. *McKinsey*,№ 4, 2001. P. 6–10.
74. Tereshchenko O., Honcharenko O. Behavioral factors affecting financial and investment decisions under geopolitical uncertainty. *Фінансові інструменти сталого розвитку економіки:* матеріали VI Міжнар. наук.-практ. конф., Чернівці: Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, 2024. С. 387–390.
75. Twardawski T., Kind A. Board overconfidence in mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, Vol. 165. 2023. P.18.

76. Doukas J. A., & Petmezas, D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, №13(3). 2008. P. 531–577.
77. Zollo M.. Superstitious learning with rare strategic decisions: Theory and evidence from corporate acquisitions. *Organization Science*, №20(5). 2009. P. 894–908.
78. Терещенко О., Гончаренко О. Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній в умовах геополітичних ризиків. *Фінанси України*. №3. 2024. С. 75–94.
79. Campbell, A., Whithead, J., & Finkelstein, S.. Why good leaders make bad decisions and how to stop it from happening to you. *Harvard Business Review*, №87(2), 2009. P. 60–66.
80. Kauser S., Papamichail N. K. Analysis and improvement of m&a decisionmaking processes in the high-tech sector. The Practice of Behavioral Strategy. Information Age Publishing. 2015. P. 1–39
81. Dai G., Tang, K. Y., Demeuse, K. P. Leadership competencies across organizational levels: A test of a pipeline model. *Journal of Management Development*, № 30(4), 2011. P. 366–380.
82. Терещенко О.О. Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів. *Фінанси України.* 2011. № 10. С. 104–116.
83. Jemison D. B., & Sitkin, S. B.. Acquisitions: The process can be a problem. *Harvard Business Review*, № 64 (2), 1986. P.107–116.
84. Kabachenko D.V. Pryiniattia upravlinskykh rishen v umovakh nevyznachenosti ta ryzyku. *Economic Bulletin*. 2017. № 2. 2017. P. 107–115.
85. В. М. Ходаківський. Вибір оптимальних рішень у процесі інвестиційного забезпечення сільськогосподарських підприємств. *Інвестиції: практика та досвід* № 8.2015. С. 38–41.
86. Berzakova V., Bartosova V., Kicova E. Modification of EVA in Value Based Management. 4th World Conference on Business, Economics and Management. 2015. – URL: https://core.ac.uk/download/pdf/82714104.pdf (Last accessed: 05.02.2024)
87. Чепка В. В., Свідерська І. М., Гавриленко Ю. О. Фінансовий стан підприємства: теоретичні основи. Інвестиції: практика та досвід. 2020. № 19-20. С. 96–102.
88. Бланк І.А. Основи фінансового менеджменту. К.: Ника-Центр, 1999. С.592.
89. Teschenko O.O. Staschuk, D.M. and Savchuk. D.H. The modern state and prospects of development are financial controlling (to the results ukrainian- russian "round table"), *Finances of Ukraine*, vol. 2, 2011. P.117–126.
90. Serfling K., Controlling, Stuttgart, Kohlhammer, Germany. 1992
91. Брітченко І.Г., Князевич А.О. Контролінг: навч. посіб. Рівне: Волинські обереги, 2015. С. 280.
92. Ванг Ш. Прояви контролінгу в НР Китай. Контролінг у бізнесі: теорія і практика. Формування ринкової економіки: зб. наук. праць. К.: КНЕУ, 2008. С. 20–25.
93. Панков В.А. Контролінг і бюджетування фінансово-господарської діяльності підприємства : навч. посібн. С. 112.
94. Івахненков С.В. Фінансовий контролінг: методи та інформаційні технології К. : Вид-во "Знання", 2009. С. 319.

95. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посібн. К. : Вид-во КНЕУ, 2003. С. 554.
96. Терещенко О.О. Концепція фінансового контролінгу в Україні. Формування ринкової економіки : зб. наук. праць. – Спец. вип., присвяч. Міжнар. наук.-практ. конф. "Контролінг у бізнесі: теорія і практика". К. : Вид-во КНЕУ, 2008. – С.512
97. Бабяк Н. Д. Інформаційне забезпечення контролінгу операційної діяльності підприємств торгівлі. Ефективна економіка. 2021. № 4 URL http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/4_2021/114.pdf
98. Терещенко ОО, Бабяк Н.Д. Фінансовий контролінг навч посібник КНЕУ. 2013.С. 407.
99. Корбутяк, А., Сокровольська, Н. Сучасні інструменти контролінгу витрат в умовах обмеженості ресурсів. Економіка та суспільство. 2022. №37.
100. Закон України «Про інвестиційну діяльність» вфд 10.10.2022. URL:https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12#Text (дата звернення 06.06.2023)
101. Бланк І.О., Бланк І.А. Інвестиційний менеджмент. К.: МП "ІТЕМ", 1995. С.448.
102. Масе П. Критерії і методи оптимального визначння капіталовкладень. М.: Статистика, 1971. С. 415.
103. Податковий кодекс України від 01.04.2024. № 2755-VI URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text (дата звернення 02.05.2024)
104. Верещагін В.В. Контролінг як система управління реальними інвестиціями торговельного підприємства: автореф. Київ, 2004. С. 33.
105. Оліфіров О.В. Контролінг інформаційної системи підприємства: [монографія]. Донецьк: ДонГУЕТ ім. М. Туган-Барановського, 2003. С. 325.
106. Пушкар М.С., Пушкар Р.М. Контролінг – інформаційна система стратегічного менеджменту. Монографія. Тернопіль: Карт-бланш, 2004. С. 370.
107. Ареф'єва О.В. Механізми контролінгу бізнес-процесів промислових підприємств: Монографія. К.: Європ. ун-т, 2008. – С. 92.
108. Scholleová H.. Investment controlling. Praha: Grada. 2009 P. 285.
109. Краус Н.М. Інвестиційний менеджмент. Навч. посіб. Полтава. 2011 URL: https://core.ac.uk/download/pdf/300240245.pdf (дата звернення 10.09.2023)
110. Zhylchenkova V.V, Chebysheva A.V. The role of investment in enhancing the competitiveness of construction enterprises of Donetsk region. *Ефективна економіка* № 11, 2013 URL:http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2523 (дата звернення 20.11.2023)
111. Rudnicki J. How lots of small M&A deals add up to big value. McKinsey & Company. 2019. P. 6.
112. Oxford English Dictionary. URL: https://www.oed.com/?tl=true (Last accessed: 20.12.2023).
113. Acs Z.J., Audretsch D.B., Lehmann E.E., Licht G. National systems of Innovation. *Journal of Technology Transfer*, vol. 42, №. 5, 2017.P.997-1008
114. Rothschild M. Bionomics: Economy as Ecosystem. New York, Henry Holt and Company,1990, P. 423.

115. Moore J.F. The Rise of a New Corporate Form. Washington Quarterly. 1998. Vol. 21(1), P. 167–181.
116. Iansiti M.; Levien, R. The Keystone Advantage: What the New Dynamics of Business Ecosystems Mean for Strategy, Innovation, and Sustainability. Harward Business School Press, 2004. P. 225.
117. Power T.; Jerjian, G. Ecosystem: Living the 12 principles of networked business. Pearson Education Ltd. 2001. P.392.
118. Lewin R. Complexity: Life at the Edge of Chaos. The University of Chicago Press, 1999. P. 234.
119. Ritala P., Almpanopoulou A.. In defense of ‘eco’ in innovation ecosystem. *Technovation*, vol. 60–61, 2017 P. 39–42.
120. Overholm H. Collectively created opportunities in emerging ecosystems: The case of solar service ventures. *Technovation*, vol. 39, no. 1, 2015. P. 14–25.
121. Porter M. The competitive advantage of nations. Cambridge, Harvard University Press, 1990. P.1–21.
122. Teece D. Dynamic capabilities and (digital) platform lifecycles. *Entrepreneurship, Innovation, and Platforms, Advances in Strategic Managemen*t, vol. 37. 2017. P. 227–297.
123. Gawer A., Cusumano M.A.. Industry platforms and ecosystem innovation. *Product Innovation Management*, vol. 31, 2014. P. 417–433.
124. Cennamo C., Santaló J.. Platform competition: Strategic trade-offs in platform markets. *Strategic Management Journal*, vol. 34, no. 11, 2013 P. 1331–1350.
125. Grainger, P.; Spours, K. A Social Ecosystem Model: A New Paradigm for Skills Development. URL: https://t20argentina.org/wp-content/uploads/2018/07/T20-Social-Ecosystem-Model-revised-KS-2.pdf (Last accessed: 15.11.2023).
126. Adner R. . Ecosystem as structure: An actionable construct for strategy. *Journal of Management*, vol. 43, no. 1, 2017. P. 39–58.
127. Zhang X., Ding L., Chen X. Interaction of open innovation and business ecosystem. *International Journal of u- and e-Service, Science and Technology*, vol. 7, no. 1, 2014 P. 51–64.
128. Becattini G. The Marshallian industrial district as a socioeconomic notion. Geneva: International Institute for Labour Studies. 1990. P.13–32.
129. Honcharenko I., Honcharenko O. Features Of the Processes Of Mergers And Acquisitions In The Agro-Industrial Sector Of Ukraine's Economy. Modern Economics. 2023. №38, P. 34–40.
130. Гончаренко І., Гончаренко О. Influence of the M&A of Agricultural Companies on the Development of the Rural Areas. Economic Affairs. 2023. №68, P. 765-771/
131. Adner R., Kapoor, R. Value creation in innovation ecosystems: how the structure of technological interdependence affects firm performance in new technology generations. *Strategic Management Journal*, №31(3), 2010. P.306–333.
132. Williamson P., De Meyer, A.. Ecosystem advantage. *California Management Review*, №55(1), 2012. P. 24–46.

133. Adner,R.,Oxley, J. E., Silverman,B. S.. Collaboration and competition in business ecosystems. *Advances in Strategic Management*, Vol. 30. 2013. P.1-11.
134. Zahra S. A., Nambisan, S. Entrepreneurship in global innovation eco–systems. *Academy of Marketing Science Review*, Vol. 1(1), № 4. 2011. P.4–17.
135. Uzunca B., Sharapov, S., Tee, R. Competition and cooperation in ecosystems: how industry evolution and governance inseparability shape value capture over time. 2016.
136. Amin A., Thrift, N. Globalization, institutions, and regional development in Europe. Oxford: Oxford University Press. 1994. P.1-282.
137. Moore, J. F. Business Ecosystems and the V–iew from the Firm. *The Antitrust Bulletin*, Vol.51. No. 3, 2006.P. 31–75.
138. Anderson P. Complexity Theory and Organization Science. *Organization Science*. Vol. 10(3), 1999. P. 216–232.
139. Mitleton-Kelly E.. Ten Principles of Complexity and Enabling Infrastructures. Pergamon, Amsterdam. 2003. P. 23–-50.
140. Holland J.H. Adaptation in Natural and Artificial Systems. The University of Michigan. 1992. P. 211.
141. Pidun U., Reeves, M., Schüssler, M.. Do You Need a Business Ecosystem? BCG.2019 URL: https://www.bcg.com/publications/2019/do-you-need-business-ecosystem (Last accessed: 14.11.2022).
142. Jacobides M., Cennamo C., Gawer A. Towards a Theory of Ecosystems. *Strategic Management Journal*, vol. 39, iss. 8, 2018 P. 2255–2276.
143. Winter S.G. Understanding dynamic capabilities. *Strategic Management Journal*, vol. 24, no. 10, 2003. P. 991–995.
144. Barney J. B. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, №9(S1). 1988. P.71–78.
145. Sheen A. The real product market impact of mergers. *The Journal of Finance*, № 69(6). 2014. P.2651–2688.
146. Sirower M., The Synergy Trap: How Companies Loose the Acquisition Game. *The Quarterly Journal of Austrian Economics.* vol. 2, no. 1.1997. P. 85–86.
147. Schweiger, D., Very, P. Creating value through merger. *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 2. 2003.P. 1–26.
148. Bena, J., Li, K. Corporate Innovations and Merger and Acquisitions. USA: *The Journal of Finance*, Vol. 69, Issue 5. 2014. P. 1923–1960.
149. Gorbenko, A., & Malenko, A. Strategic and Financial Bidders in Takeover Auctions. USA: *The Journal of Finance*. 2014 P. 1–74.
150. Levine O. Acquiring growth. *Journal of Financial Economics*, №126(7), 2017. P. 300–-319.
151. Emilie R. Feldman, Hernandez E. Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Lifecycles, and Value 2021. P. 109.
152. Williamson, O. E. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization. New York: Free Press. 1975

153. Lavie D. The competitive advantage of interconnected firms: An extension of the resource-based view. *Academy of Management Review*, 31(3) 2006. P. 638–658.
154. Elfenbein D. W.,Zenger, T. R. What is a relationship worth? Repeated exchange and the development and deployment of relational capital. *Organization Science*, №25(1). 2013. P.222– 244.
155. Rogan M., Greve, H. R. Resource dependence dynamics: Partner reactions to mergers. *Organization Science*,№ 26(1). 2015. P.239–255.
156. Hernandez E., Lee, J., Shaver, J. M.. Are network effects causal or spurious? Evidence from alliance-network externalities. Working Paper, University of Pennsylvania. 2020. 109 p.
157. Hernandez E., Shaver, J. M. Network synergy. *Administrative Science Quarterly*,№ 64(1). 2019. P. 171–202.
158. Baron D. P. Integrated strategy: Market and nonmarket components. *California Management Review*, №33(2). 1995. P. 47–65.
159. Ahuja G., Yayavaram, S.. Explaining influence rents: The case for an institutions-based view of strategy. Organization Science, №22(6). 2011 P. 1631–1652.
160. Henisz W. J., Dorobantu, S., Nartey, L. J.. Spinning gold: The financial returns to stakeholder engagement. Strategic Management Journal, № 35(12). 2014. P. 1727–1748.
161. Eccles R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. . The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, №60(11). 2014. P. 2835–2857.
162. Bosse D. A., Harrison, J. S., & Hoskisson, R. E. Acquisitions, stakeholder economies of scope, and stakeholder orientation. *Strategic Management Review*. 2020. P. 1–48.
163. Graebner M. E., Eisenhardt, K. M.. The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. *Administrative Science Quarterly*, №49(3). 2004. P. 366–403.
164. Puranam P., Singh, H., Chaudhuri, S. Integrating acquired capabilities: When structural integration is (un)necessary. *Organization Science*, №20(2). 2009. P. 313–328.
165. Henisz W. J. Corporate diplomacy: Building reputations and relationships with external stakeholders. New York: Taylor & Francis.2017. P. 1–230.
166. King B. G., Soule, S. A.. Social movements as extra-institutional entrepreneurs: The effect of protests on stock price returns. *Administrative Science Quarterly*, №52(3). 2007. P. 413– 442.
167. Cunningham C., Ederer, F., Ma, S. Killer Acquisitions. Working Paper. 2020. P. 1-73.
168. Kang H. How Does competition affect innovation? Evidence from U.S. antitrust cases Working Paper, University of Southern California 2020. P. 1–34.
169. Fulghieri P., Sevilir, M. Mergers, spinoffs, and employee incentives. *The Review of Financial Studies*, №24(7). 2011.P. 2207–2241.

170. Weber, Y., Tarba, S. Y. Human resource practices and performance of mergers and acquisitions in Israel. Human Resource Management Review, №20(3). 2010. P.203–211.
171. Ficery K., Herd, T., Pursche, B., Where has All the Synergy Gone? The M&A Puzzle, *Journal of Business Strategy*, Vol. 28, issue 5, 2007. P. 29–35.
172. Harding D., Rovit S. Mastering the Merger: Four Critical Decisions that Make or Break the Deal. Boston: Harvard Business School Publishing 2004 P.1-224.
173. Шаповал К., Крицька І. Кіщак В. Від російських обстрілів загинув власник «Нібулон» Олексій Вадатурський. Forbes. 2022. URL:https://forbes.ua/news/vid-rosiyskikh-obstriliv-ymovirno-pomer-vlasnik-nibulonu-oleksiy-vadaturskiy-31072022-7439 (дата звернення 06.03.2024)
174. Вадатурський А. Звернення андрія вадатурського з нагоди 32-річчя «Нібулон». 2023.URL:https://www.nibulon.com/zvernennia-andriia-vadaturskoho-z-nahody-32-richchia-nibulon/ (дата звернення 06.03.2024)
175. Офіційний сайт ТОВ СП «Нібулон» URL: https://www.nibulon.com/partneram/investoram/.(дата звернення 06.03.2024)
176. KSE report. Agricultural War Damages, Losses, and Needs Review. 2024 URL:https://kse.ua/wp-content/uploads/2024/02/RDNA3_eng.pdf (дата звернення 06.04.2024)
177. AgraPortal "Тарас Висоцький виконуватиме обов'язки міністра агрополітики" 2024. URL:**https://agroportal.ua/news/ukraina/taras-visockiy-bude-vikonuvati-obov-yazki-ministra-agropolitiki** (дата звернення 16.05.2024)
178. Офіційні валютні курси НБУ на 15. 05. 2024. Мінфін. URL: https://index.minfin.com.ua/ua/exchange/archive/2024-05-15/(дата звернення 15.05.2024)
179. Вартість дизельного палива на АЗС України. Мінфін. URL:https://index.minfin.com.ua/ua/markets/fuel/dt/2022-02/ (дата звернення 15.05.2024)
180. Облікова ставка НБУ 2024. Мінфін. URL:https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/refinance/ (дата звернення 15.05.2024)
181. IOM UN Migration офіційний веб-сайт. 2024.URL: https://www.iom.int/news/millions-assisted-millions-more-still-need-two-years-ukraine-war-says-iom (дата звернення 03.03.2024)
182. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: https://www.ukrstat.gov.ua/ (дата звернення 06.04.2024)
183. Офіційна сторінка Центру громадського моніторингу та контролю. URL: https://naglyad.org/uk/2024/02/06/poteplinnya-ta-anomalni-yavishha-yakoyi-pogodi-chekati-u-2024-rotsi/ (дата звернення 07.04.2024)
184. Стаття Agravery "Третина українських земель є потенційно небезпечною для с/г робіт". 2023. URL: https://agravery.com/uk/posts/show/tretina-ukrainskih-zemel-e-potencijno-nebezpecnou-dla-sg-robit (дата звернення 07.04.2024)

185. Закон України «Про мобілізаційну підготовку та мобілізацію» від 18.05.2024 URL:https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3543-12#Text (дата звернення 18.05.2024)
186. Подолін М. «Законодавчі виклики для агробізнесу в умовах війни». Юридична газета. 2024 URL: https://yur-gazeta.com/dumka-eksperta/zakonodavchi-vikliki-dlya-agrobiznesu-v-umovah-viyni.html (дата звернення 27.03.2024)
187. Perry J. S., & Herd, T. J. Mergers and Acquisitions: Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership*, №32(2), 2004. P. 12–19.
188. Akerlof G. A., Quarterly, T., & Aug, N. . The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, №84(3). 1970. P. 488–500.
189. Schildt H., Laamanen, T. Who buys whom: information environments and organizational boundary spanning through acquisitions. *Strategic Organization*, №4(2), 2006. P. 111–133.
190. Mukherji A., Mukherji J., Dibrell C.,Francis J. D. Overbidding in cross-border acquisitions: Misperceptions in assessing and valuing knowledge. Journal of World Business, №48(1). 2013. P.39–46.
191. Levin J. Information and the market for lemons. *Journal of Economics*, №32(4), 2001. P. 657–666.
192. Spedding L. S. The due diligence handbook. Corporate governance, risk management and business planning. CIMA Publishing, 2009. P. 709.
193. Sacek A. The scope of due diligence in cross-border acquisitions in central and eastern Europe. *European Journal of Business and Economics*. Vol. 10, issue 1, 2015. P. 20–25.
194. Bing G. Due Diligence: Planning, Questions, Issues. Praeger. P.224 URL: https://www.amazon.com/Due-Diligence-Planning-Questions-Issues/dp/0313345406 (Last accessed: 15.01.2023).
195. Tomashevskaya I.L. Due diligence: Conducting and documenting procedures. Zhytomyr: Zhytomyr State Technological University, No. 4. 2014. P.194–196.
196. Nazarenko, I.M., Orehova, A.I. "Due diligence": Essence, purpose, and sequence of conduct. Scientific Works of Kirovohrad National Technical University. Economic Sciences: Collection of scientific works, 20(1). 2011. P.360-366.
197. Ghaughan P. - Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Third Edition, John Wiley and Sons – University Edition 2002. P.7–10.
198. Kasich A., Yakovenko Ya. Due diligence as a key tool for investment feasibility analysis. *Accounting and Finance*, No. 4(70), 2015 P. 92–27.
199. Schmitz W. F. From Negotiation to Antitrust Clearence: National and International Mergers in the Third Millennium. Kluwer Law International.1996.
200. Angwin D. Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Pre-acquisition Due Diligence and the Use of Professional Advisors. *Journal of World Business*, №36(1). 2001. P. 32–57.

201. Бондар В. П., Павлов, В. В. . Фінансовий "Дью Діліджeнс": Сутність, специфіка та порядок застосування. *Економіка, Фінанси, Право*, № 4, 2017 P. 26-30. –
202. Novikov O., Dubinina, M., Kuzoma, V. Due diligence: Essence and possible prospects of development. *Baltic Journal of Economic Studies*, №4(2). 2018. P. 141-146.
203. Терещенко О.О., Стецько М.В. Дью діліженс (DueDiligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів. Економічні науки: Збірник наукових праць. Вип. 3. Чернівці: Буковинський університет, 2007. С.84–94.
204. Linda S. Spedding Due_diligence_handbook USA: CIMA Publishing.2009. P. 749.
205. Kimberly advisors “Four main areas for due diligence” 2023. URL: https://kimberlyadvisors.com/articles/four-main-areas-for-due-diligence#:~:text=Financial%20Due%20Diligence%3A&text=Quality%20of%20Earnings%20%2D%20Normally%2C%20in,this%20cash%20flow%20is%20valuable. (Last accessed: 15.09.2023).
206. Aabo-Evensen The Equity Bridge From Enterprise Value To Equity Value 2023. URL:https://www.mondaq.com/maprivate-equity/1372194/the-equity-bridge-from-enterprise-value-to-equity-value (Last accessed: 05.12.2023).
207. Гончаренко О. Financial due diligence in mergers and acquisitions transactions. *Інноваційна економіка*. 2024. №1, С. 103-111.
208. Фінансова звітність агропромислового холди–нга Астарта – Київ URL: https://astartaholding.com/financial-results-annual-results/ (дата звернення 04.03.2024)
209. Фінансова звітність компанії Viterra URL: https://www.viterraukraine.com.ua/uk/Downloads (дата звернення 04.03.2024)
210. Фінансова звітність ТОВ Агровіста URL: http://agrovista.uafin.net/documents/finance (дата звернення 04.03.2024)
211. Фінансова звітність ПТК ООО Агромат URL: https://www.agromat.ua/ru/finansova-zvitnist/(дата звернення 04.03.2024)
212. Фінансова звітність АТ Каргілл URL: https://www.cargill.com/doc/1432250468683/llc-cargill-at_fs_2022.pdf (дата звернення 04.03.2024)
213. Використання Due Diligence в обґрунтуванні передінвестиційних рішень у секторах національної економіки: колективна монографія Балджи М.Д., Доброва Н.В., Карпов В.А. [та ін.]; Одеський національний економічний університет. – Одеса: ПромАрт, 2018. С. 335.
214. Фінансова звітність ПрАТ «Дунайсудноремонт» URL: https://idsr.com.ua/category/akcioneram/regulyarna-informaciya/ (дата звернення 04.03.2024)
215. Vermaelen T., Xu M. Acquisition finance and market timing, *Journal of Corporate Finance*, vol. 25, 2014. P. 73–91.

216. Bessler W., Schneck C., Zimmermann J. Growth strategies of initial public offerings in Europe, Working Paper, University of Giessen. 2017. P. 1–48.
217. Fischer M. The source of financing mergers and acquisitions, *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 65C, 2017. P. 227–239.
218. Allen F.; Qian, J.; Qian, M. Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, №77, 2005. P. 57–116.
219. Majluf N., Myers S. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, vol. 13. 1984. P. 187–221.
220. Bessler W., Schneck C., Excess Premium Offers and Bidder Success in European Takeovers, *Eurasian Economic Review*, 2015. P.23–62.
221. Samer A., Barbopoulos L.G., The valuation effects of investor attention in stock-financed acquisitions, *Journal of Empirical Finance*, vol. 45, 2018. P. 108–125.
222. Amihud Y. Lev, B. Travlos, N.G. Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions. Journal of Finance, №45, 1990, P. 603–616.
223. Hackbarth D., Mauer D.C. Optimal priority structure, capital structure, and investment motivation of the model. *Review of Financial Studies*. 2012, №25, P. 747–796.
224. Martynova M.; Renneboog L. What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? *Journal of Corporate Finance*. №15.2009. P. 290–315.
225. Jiaqi Chen and others Does M&A Financing Affect Firm Performance under Different Ownership Types. MDPI Sustainability 2020. № 12. P. 15.
226. Scheuering U.. M&A and the Tax Benefits of Debt-Financing. Centre for European Economic Research (ZEW). 2014. P.50.
227. Erickson M. The effect of taxes on the structure of corporate acquisitions, *Journal of Accounting Research*. №36(2), 1998. P. 279 – 298.
228. Dhaliwal D. S., K. J. Newberry, and C.D. Weaver: Corporate taxes and financing methods for taxable acquisitions. *Contemporary Accounting Research*. №(22)1, 2005. P. 1 – 30.
229. Graha J. R.: Taxes and Corporate Finance: A Review. *The Review of Financial Studies*. №(16)4, 2003.P. 1075 – 1129.
230. Massoud N. and others Lender effects on gains from mergers and acquisitions. *Journal of Banking and Finance* .№ 163, 2024. P.17.
231. Sherman A.J.. Mergers & Acquisitions From A to Z. New York: AMACOM. 2011.
232. Huang Y.-S., Walkling R.A. Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance. *Journal of Financial Economics*, №19(2), 1987. P. 329–349.
233. Andre P., & Ben-Amar W. Control Threat and Means of Payment: Evidence from Canadian Mergers and Acquisitions, 2009. P. 1–39.

234. Cho H., Ahn, H.S. Stock payment and the effects of institutional and cultural differences: A study of shareholder value creation in cross-border M&As. *International Business Review*, №26(3), 2017. P. 461–475.
235. Martin K.. The method of payment in corporate acquisitions, investement opporunities, and mangment ownership. *Jorunal of Finance.* № 51 (4), 1996. P. 1227–-1246.
236. La Brusleire H.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Banking & Finance.* 2013. P.2106–2123.
237. Eckbo B.. Bidding strategies and takeover premiums: A review. *Journal of Corporate Finance* №15, 2008. P.149–178.
238. Martynova M., Renneboog L.The performance of the European market for corporate control: evidence from the fifth takeover wave. *European Financial Management Journal.* №17. 2011. P.208–259.
239. Alexandridis G, Antypas N, Travlos N. Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, №45. 2017. P.632–650.
240. Data - Orbis M&A 2024. URL: https://login.bvdinfo.com/R1/OrbisMA (Last accessed: 25.12.2023).
241. Rock M. L., Rock R. H., Sikora M. The Mergers & Acquisitions Handbook. (2nd ed.). New York: McGraw-Hill. 1994 P.1–531.
242. Kalinowska A., Mielcarz P.. Methods of Payment in M&A Transactions and Operational Performance of Acquirers. 2014. P. 1–8.
243. Ting L. An Empirical Study on the Effect of M&A Payment Methods of US Companies *Advances in Economics, Business and Management Research*, Vol. 219. 2022. P.5.
244. Dyba M., I. Gernego , T. Shkoda . The potential of financing the reconstruction of the Ukrainian economy taking into account ESG criteria. Фінанси України. 2022. № 7. С. 57–69.
245. Hammed M. Omodolapo . Sustainability as a driver of Mergers and Acquisitions: Impact on Firm. Radboud University. 2021. P. 51.
246. PwC. The importance of ESG and sustainability in M&A. PwC Japan Group. 2022.URL: https://www.pwc.com/jp/en/knowledge/thoughtleadership/sustainability-ma-report.html (Last accessed: 22.04.2023).
247. Terry J. A., Fortier M., Stimpson, S., Duck T., Allen H.. The Growing Importance Of ESG In M&A Transactions. Mondaq. 2021. URL: https://www.mondaq.com/canada/corporate-and-company-law/1025746/the-growing-importance-of-esg-in-ma-transactions (Last accessed: 25.03.2024).
248. Eccles R. G., Klimenko S. The Investor Revolution: Shareholders are getting serious about sustainability. Harvard Business Review.2019. P. 106–-116.
249. Sloley C.. If the Nordics lead on ESG… where are they going next? Citywire Selector. 2020. URL:https://citywireselector.com/news/if-the-nordics-lead-on-esg-where-are-they-going-next/a1324703 (Last accessed: 14.07.2023)
250. Amel-Zadeh A., Serafeim G.. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analyst Journal*, 2018. P. 87–103.

251. Refinitiv. Refinitiv ESG company scores. 2021. URL: https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores (Last accessed: 10.03.2024)
252. Robinson S. and McIntosh M. G.. A Literature Review of Environmental, Social, and Governance (ESG) in Commercial Real Estate. *Journal of Real Estate Literature*. №30(1–2). 2022. P.54–67.
253. Pereira da Silva P. Crash risk and ESG disclosure quality. 2021 URL:https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3791264 (Last accessed: 01.03.2024)
254. Maaloul A., Z´eghal D., Ben Amar W., & Mansour S.. The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance and disclosure on cost of debt: The mediating effect of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*. 2021. P.1–18.
255. Asimakopoulos P., Asimakopoulos S., Li X. The combined effects of economic policy uncertainty and environmental, social, and governance ratings on leverage. *The European Journal of Finance.* 2023. P.1–23.
256. Bannier C. E., Bofinger Y., Rock B. Corporate social responsibility and credit risk. *Finance Research Letters*, 44. 2022. P. 1–11.
257. Edmans A. The End of ESG. *Finance Working Paper ECGI* №847. 2022. P.26
258. PwC. “Paying for good for all.” 2022 URL: https://www.pwc.com/gx/en/services/paying-for-good-for-all/Paying-for-good-for-all.pdf (Last accessed: 20.02.2023)
259. TEJ. A New Way of Incorporating ESG Factors into Business Valuation. 2023. URL: https://www.tejwin.com/en/insight/way-of-incorporating-esg-factors-into-business-valuation/ (Last accessed: 10.12.2023)
260. Yoon B., Lee J. H., Byun R. Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. *Economic and Business Aspects of Sustainability*.2018. P.1–18
261. Amal Aouadi, Sylvain Marsat, "Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data," *Journal of Business Ethics, Springer*, vol. 151(4), 2018.P. 1027–1047.
262. Albuquerque R, Koskinen Y,Zhang C. Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10), 2019.P.4451–4469.
263. Cho K., Han S.H., Kim H.J. Kim S..The valuation effects of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence from US target firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, №28(1), 2021. P.378–-388.
264. OECD. ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations. OECD Paris 2021. P. 1–36.
265. Reverte C. The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, №19(5),2012. P.253– 272.
266. Ng A.C., Rezaee Z.. Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, vol. 34, issue C. 2015. P. 128–149.

267. Tampakoudis I., Noulas A., Kiosses N., Drogalas G. The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic? *Corporate Governance (Bradford)*.№ 21(6). 2021. P. 1117–1141.
268. Piechocka-Kaluzna A., Tluczak A., Lopatka P. The Impact of CSR/ESG on the Cost of Capital: A Case Study of US Companies. *European Research Studies Journal*. XXIV. 2021. P.536–-546.
269. Busch T., Bauer R., Orlitzky M.. Sustainable Development and Financial Markets: Old Paths and New Avenues, *Business and Society*, №55(3), 2016. P. 303 – -329.
270. Berg F., Koelbel J.F., Rigobon R.. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. MIT Sloan School. 2019. URL: https://valori.it/wp-content/uploads/2019/10/MITdivergenceESGratings.pdf (Last accessed: 24.05.2023).
271. Dyba M., Gernego I.. ESG principles applied in forming the system of international ratings. Фінанси України. 2022. № 1. С. 90–102.
272. The Economist. Poor scores: Climate Change Has Made ESG a Force in Investing. 2019. URL: https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/12/07/climate-change-has-made-esg-a-force-in-investing (Last accessed: 14.06.2023).
273. PwC. Quantifying ESG strengthens valuations in mergers and acquisitions. 2021. URL: https://www.pwc.nl/en/insights-and-publications/services-and-industries/deals/quantifying-ESG-strengthens-valuations-in-mergers-and-acquisitions.html (Last accessed: 19.08.2023).
274. PwC. What insurers should expect in IFRS17 regime.2023. URL:https://www.pwc.com/ke/en/blog/incorporating-esg-metrics-into-the-business-valuation.html#:~:text=A%20better%20way%20of%20integrating,on%20the%20relevant%20material%20issues (Last accessed: 26.10.2023).
275. PRI. A Practical Guide To ESG Integration For Equity Investing. 2016. URL: https://www.unpri.org/listed-equity/esg-integration-in-fundamental-strategies/12.article (Last accessed: 11.07.2023).
276. Financial Times. European companies suffer €100bn hit from Russia operations. URL:https://www.ft.com/content/c4ea72b4-4b02-4ee9-b34c-0fac4a4033f5 (Last accessed: 18.01.2024).
277. Greenwald B. C., Stiglitz J. E.. Macroeconomic models with equity and credit rationing. Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. University of Chicago Press, 1990. P. 15–42.
278. Bloom N., Bond, S., Van Reenen J.. Uncertainty and investment dynamics. *Review of Economic Studies*, №74(2), 2007. P. 391–415.
279. Wang X., Wu Y., Xu W. Geopolitical risk and investment. *Electronic Journal SSRN*, 2019. P.1–55.
280. Duchin R., Schmidt B. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics*, №107(1), 2013. P.69–88.
281. Sandeep R., Santosh K., Sulaiman A., Shaen C., Geopolitical risk and M&A: The role of national governance institutions, *Economics Letters*. №225. 2023. P. 1–15

282. Gleißner W. Geopolitische Risiken: Gefährliche Einseitigkeit. Tichys Einblick, *Heft* 4, 2023. P. 48-51.
283. Cao C., Li X., Liu G. Does geopolitical risk matter for corporate investment decisions? Evidence from cross-border acquisitions. *Economics and Politics*, №35(3), 2023. P.665–695.
284. Bevan A. A., Estrin S.. The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics*, vol. 32, issue 4, 2004. P.775–787.
285. Skovoroda R., Goldfinch S., Derouen K. J., et al.. The attraction of FDI to conflicted states: The counter-intuitive case of US oil and gas. *Management International Reviewю* №59(2), 2019. P. 229–251.
286. Kolst A. I., Wiig A. What determines Chinese outward FDI? *Journal of World Business*, №47(1), 2012. P.26–34.
287. Bagatska K, Batrakova T, Silakova H., Klymash N., Vialets O.. The enterprise capital structure management model. *Naukovyi* 2021. № 4. P. 110–115.
288. Data - World Uncertainty Index. (n.d.). World Uncertainty Index. URL://worlduncertaintyindex.com/data/ (Last accessed: 10.01.2024).
289. Data – Orbis M&A. (n.d.). URL:https://login.bvdinfo.com/R1/OrbisMA/ (Last accessed: 25.12.2023).
290. Value of M&A deals globally 1985-2023 | Statista. (n.d.). Statista. URL: https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/ (Last accessed: 10.01.2024).
291. Багацька К.В., Корбутяк А.Г. Концентрація інвестиційного капіталу в угодах злиття і поглинання: передумови до технологічного прориву. Інноваційна економіка. 2024. №1. С. 246-252.
292. M&A Radar 2023: Ukraine. (n.d.). KPMG. URL: https://kpmg.com/ua/en/home/insights/2024/02/2023-ma-radar-ukraine.html (Last accessed: 28.04.2024).
293. Komlenovic S., Mamun A., Mishra D. Business cycle and aggregate industry mergers. *Journal of Economics and Finance*, №35(3), 2009. P. 239–259.
294. Adra S., Barbopoulos L. G., Saunders A. The impact of monetary policy on M&A outcomes. *Journal of Corporate Finance.* №62.2020. P. 1–62.
295. Nayak S. Investor sentiment and corporate bond yield spreads. *Review of Behavioral Finance*, №2(2), 2010. P. 59–80.
296. Data – IMF -. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD (Last accessed: 21.03.2023).
297. Federal Funds Effective Rate. (n.d.). Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed. URL: https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS (Last accessed: 21.03.2023).
298. Powering better investment decisions - MSCI. (n.d.). URL:https://www.msci.com/documents/10199/8d97d244-4685-4200-a24c-3e2942e3adeb (Last accessed: 21.03.2023).

299. Згуровський М.З. Глобальне моделювання процесів стійкого розвитку в контексті якості і безпеки життя людей. Звіт за 2007/2008 К.: Політехніка, 2008. – С.350.
300. Мокін В., Бурдей О. Метод проектування когнітивної карти для оптимізації профорієнтаційної діяльності ЗВО. *Вісник Вінницького політехнічного інституту*. № 3. 2019. С.12.
301. Ткаченко О. Когнітивне моделювання складних систем. *Цифрова платформа: інформаційні технології в соціокультурній сфері*. Том 2. №1 2019. С. 9.
302. Guijt I., Randwijk W. Woodhill J. A guide for project M&A: Managing for impact in rural development. International Fund for Agriculture Development (IFAD), Office of Evaluation and Studies. 2012. P. 1–18.
303. Hunter J.; Monitoring and evaluation; are we making a difference? Namibia institute of democracy. 2009.P. 1–48.
304. Kusek J. Z., Rist R. C. Ten Steps to a Results-Based Monitoring and Evaluation System.The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. 2004. P. 1–268.
305. Naidoo I. A. The role of monitoring and evaluation in promoting good governance in South Africa: A case study of the Department of Social Development. 2011. P.1–378
306. Neubert S. Description and examples of MAPP: Method for Impact Assessment of Programmes and Projects. German development Institute. 2010. P.1–13.
307. Meglio O., Risberg, A. The (mis)measurement of M&A performance–A systematic narrative literature review. *Scandinavian Journal of Management*. vol. 27, no. 4. 2011. P. 418–433.
308. Fiorentino R., Garzella, S. Synergy management pitfalls in mergers and acquisitions, *Management Decision*, vol. 53, no. 7, 2015.P. 1469–1503.
309. Dauber D. Opposing positions in M&A research: culture, integration and performance, *Cross Cultural Management: An International Journal*, vol. 19, no. 3, 2012. P. 375–398.
310. Rozen-Bakher Z. The trade-off between synergy success and efficiency gains in M&A strategy, *EuroMed Journal of Business*, vol. 13, no. 2, 2018. P. 163–184.
311. Zollo M., Meier D. "What Is M&A Performance?", *Academy of Management Perspectives*, vol. 22, no. 3, 2008. P. 55–77.
312. Louise C., Langley A., Pasquero J. Acquisition strategy and dominant logic in an engineering firm'., *Journal of Management Studies*, №36. 1999. P. 919–952.

Додаток А

Ключові теорії, що пояснюють мотиви здійснення операцій злиття та поглинання

Назва теорії	**Короткий опис**
1	2
Теорія портфоліо [38]	У своєму дослідженні Марковіц стверджує, що інвестори фокусують увагу на 2 факторах: рівень ризику та рівень віддачі від інвестицій. Згідно його праць, інвестори завжди знаходяться в пошуку і віддають перевагу інвестиціям з високою нормою прибутку та з низьким рівнем ризику.
Теорія агентів (Agency theory) [39; 40; 41]	Відповідно до робіт Росса агентські відносини виникають між двома або більше людьми, де одна з них є особою (менеджером), яка представляє іншу сторону (акціонера) [39]. Дженсен і Меклінг розвинули теорію Росса додавши поняття агентських витрат, які дозволяють скоригувати поведінку агентів, [40]. Дженсен зазначає, що конфлікт між агентами та принципалами, є особливою проблемою, коли фірма має надмірні вільні грошові потоки.[41]. Аміхуд і Лев в свою чергу припустили, що угоди злиття та поглинання можуть відбуватися через зацікавленість агентів [42]. Серед мотивів агентів вони виділяють наступні: - бажання отримати досвід управління іншим типом бізнесу. - орієнтація на додаткові стимули, наприклад, бонуси. - особисті мотиви, наприклад гордість. - збільшення впливу агентів на акціонерів та прийняття стратегічних ріень (як результат успішного проводення угод) [43]. У новому застосуванні теорії агентства Гортон, Кал і Розен пропонують теорію злиття, яка поєднує проблеми агентства з мотивами ефективності злиття. Згідно з їхньою моделлю, шок для галузі створює можливості для злиття, що підвищує вартість. [44].
Біхевіористична теорія (Hubris Hypothesis) [45]	Ролл у результаті своїх досліджень стверджує, що керівництво компанії має психологічні щодо прийняття рішень про злиття та поглинання, особливо щодо ціни придбання компанії або вартості підприємства. [46; 47]. Ролл стверджує, що для подолання упередженності необхідно провести значну кількість транзакцій, проте частіше за все керівники не мають достатньо великого досвіду [45]. Серед потенційних причин прояву самовпевненності серед керівників можуть бути такі: - Бажання виграти тендерний процес будь-яким способом - Компанія має великий грошовий потік і високий кредитний ліміт, тому вона не така обережна у витратах - Помилкові оцінки ризиків та синергій зроблені командою M&A. Різниця між агентською та бехевіористичною теорією полягають в тому, що в першому випадку менеджери знають, що транзакція матиме негативний вплив на вартість компанії, в той час, як в рамках другої керівники вірять в те, що погоджуються на вигідну угодую, в результаті їх самовпевненності [48].

Продовження ДодаткуА

1	2
Теорія «Прокляття переможця» (Winner's Curse) [49]	Теорія «Прокляття переможця» стверджує, що покупцю, як правило, важко успішно розвивати придбаний бізнес, оскільки ціна, сплачена за транзакцію, переважно є завищеною, особливо в жорсткому тендерному процесі, де продавець має сильну переговорну позицію, а покупець достатні фінансові ресурси.
Гіпотеза синергії [50; 51; 52]	В рамках цієї теорії стверджується, що в результаті транзації компанії можуть генерувати переваги або вигоди у формі синергії, як результат об'єднання зусилль. Ці синергії можуть бути у вигляді операційних синергій, економії на масштабі, ринкові синергії, тощо
Теорія Q [53; 54]	Дана теорія передбачає, що злиття та поглинання в середньому створюють додаткову вартість. Додаткові цінність створюється шляхом перерозподілу активів або заміни неефективного менеджмента Таргет - компанії. Однією з ключових ідей є те, що компанії купують інші компанії через високі постійні витрати та низькі граничні коригування, таким чином коефіцієнт Q Тобіна є кращим, ніж інвестування в купівлю власного обладнання чи прямі інвестиції. Також, дослідження Джовановік Б. та Роусіан П. доводять, що компанії з високим показником Q переважно купують компанії з низьким рівнем цього показника [53].
Гіпотеза помилкової оцінки (Misvaluation Hypothesis) [55]	В рамках даної гіпотези вважається, що для отримання синергії та прибутків доцільно обирати активи або компанії, вартість яких недооцінена та/або знаходяться на неефективному ринку. На такі активи ціна придбання є нижчою, але якщо покупці бачать можливість збільшити фінансові чи операційні параметри, то у майбутньому вартість компанії буде зростати.
Теорія ефективності [57]	Фама Є. презентував свою теорію ефективності у 1970 році в рамках якої ринок капіталу вважається ефективним, якщо інформація, доступна громадськості, відображається в ціні акцій. Ефективний ринок можна поділити на три групи, а саме; слабкий ефективний ринок, напівсильний ефективний ринок, сильний ефективний ринок [56]. Ця теорія була розвинена Вулфом М. в концепцію транзакцій злиття та поглинання [57].
Теорії податкових пільг та ринкової влади [6]	Злиття та поглинання можуть бути використані для податкової оптимізації, оскільки в деяких країнах (наприклад, в Австралії), якщо компанія має більше одного активу, її фінансову звітність можна консолідувати. Якщо одна компанія прибутков, а інша збиткова, то податкові платежі будуть нижчими на консолідованій основі [58]. Теорія ринкової влади стверджує, що об'єднання двох компаній, які виробляють однакові продукти/послуги, підвищить операційну ефективність, а також приведе до зниження виробничих витрат, що може позитивно вплинути на конкурентний рівень ціни.

Джерело: складено автором на основі [39-58]

Додаток Б

Розподіл відповідей на питання «Які ваші основні цілі під час реалізації інвестиційних проєктів або угод зі злиття та поглинання?» отриманих в рамках опитування

Аналітики/консультанти		**Носії рішень**	
Цілі	**Частка у відповідях,%**	**Цілі**	**Частка у відповідях,%**
Проведення вертикальної інтеграції	16%	Отримання доступу до нових технологій/розробок	19%
Зниження витрат	14%	Зниження витрат	19%
Розширення продуктової лінійки	14%	Розширення продуктової лінійки	12%
Отримання доступу до нових технологій/розробок	14%	Отримання доступу до нових бізнес моделей	12%
Отримання доступу до нових бізнес моделей	8%	Диверсифікація ризиків	9%
Отримання доступу до спеціалістів високого рівня	6%	Отримання доступу до спеціалістів високого рівня	9%
Диверсифікація ризиків	6%	Проведення вертикальної інтеграції	7%
Доступ до нових ринків	5%	Проведення вертикальної інтеграції	2%
Диверсифікація ризиків	3%	Отримання прибутку	2%
Отримання прав на використання ліцензій	3%	Отримання прав на використання ліцензій	2%
Купівля з метою усунення конкурента	3%	Прискорення зростання бізнесу	2%
Збільшення частки ринку	3%	Інше: створення вартості для акціонерів	2%
Інше: Продаж бізнесу в Україні	2%	Інше: географічна експансія, збільшення частки ринку	2%
Інше: Масштабування бізнесу	2%		
Інше: Отримання прибутку або дивіденди	2%		

Джерело: складено автором на основі власного дослідження

Додаток В

Розподіл відповідей на питання «Які ключові критерії ви особисто виділяєте для прийняття інвестиційних рішень (включаючи угоди зі злиття та поглинання)?» отриманих в рамках опитування

Аналітики/консультанти		**Носії рішень**	
Критерії	**Частка у відповідях,%**	**Критерії**	**Частка у відповідях,%**
IRR, NPV, pay pack period, etc.	22%	IRR, NPV, pay pack period, etc.	30%
Фінансові показники	16%	Стратегічна відповідність	15%
Стратегічна відповідність	14%	Фінансові показники	11%
Інше	49%	Інше	44%

Джерело: складено автором на основі власного дослідження

Додаток Г

Розподіл відповідей на питання «Які кількісні критерії переважно використовуються клієнтами при прийнятті інвестиційних рішень?» отриманих в рамках опитування

Аналітики/консультанти		**Носії рішень**	
Критерії	**Частка у відповідях,%**	**Критерії**	**Частка у відповідях,%**
Показники прибутковості	26%	Показники прибутковості	21%
Операційні метрики (база клієнтів, к-сть персоналу, виробничі потужності, тощо)	18%	Показники ліквідності	13%
Вартісно-орієнтовані показники (EVA, DCF, WACC)	14%	Вартісно-орієнтовані показники (EVA, DCF, WACC)	12%
Показники пов'язані з індустрією у якій функціонує Таргет	8%	Показники платоспроможності	10%
Показники платоспроможності	6%	Операційні метрики (база клієнтів, к-сть персоналу, виробничі потужності, тощо)	10%
Показники ефективності трудових ресурсів	6%	Показники ефективності трудових ресурсів	9%
Показники ліквідності	5%	Показники пов'язані з індустрією у якій функціонує Таргет	7%
Показники ефективності оборотних активів	5%	Показники ефективності оборотних активів	7%
Кількісні ESG критерії	5%	Показники ефективності основних засобів/нематеріальних активів	6%
Показники ефективності основних засобів/нематеріальних активів	3%	Кількісні ESG критерії	3%
Інше	5%		

Джерело: складено автором на основі власного дослідження

Додаток Ґ

Розподіл відповідей на питання « Якісні критерії, які ви переважно використовуєте для прийняття інвестиційних рішень, пов'язані з...» отриманих в рамках опитування

Аналітики/консультанти		**Носії рішень**	
Критерії	**Частка у відповідях,%**	**Критерії**	**Частка у відповідях,%**
Відповідність довгострокових цілей інвестиційного проекту стратегічним цілям компанії клієнта	34%	Відповідність довгострокових цілей інвестиційного проекту стратегічним цілям компанії	29%
Імідж компанії – Таргета	23%	Імідж/репутація компанії – Таргета	27%
Рівень задоволеність клієнтів продуктами/послугами компанії - Таргета	14%	Якісні ESG критерії компанії - Таргета	10%
Особливості організаційної структури компанії – Таргета	9%	Рівень задоволеності клієнтів продуктами/послугами компанії - Таргета	10%
Якісні ESG критерії компанії - Таргета	9%	Рівень розвитку корпоративної культури компанії – Таргета та її особливості	12%
Рівень розвитку корпоративної культури компанії – Таргета та її особливості	5%	Особливості організаційної структури компанії – Таргета	10%
Показники прибутковості, інвестиційної привабливості	2%	Інше:Податкові ризики, особисті зв'язки власників, повноваження топ-менеджменту	2%
Відповідність профілю компанії стратегічним цілям	2%		
Кваліфікація менеджмента	2%		

Джерело: складено автором на основі власного дослідження

Додаток Д

Розподіл відповідей на питання «Як війна вплинула на процес прийняття інвестиційних рішень ваших клієнтів у вашій практиці?» отриманих в рамках опитування

Аналітики/консультанти		**Носії рішень**	
Зміни	**Частка у відповідях,%**	**Зміни**	**Частка у відповідях,%**
Процес трансформувався у більш консервативний (з точки зору показників та їх прийнятного рівня; проектів, які розглядаються, часу розгляду; кількість рівнів узгодження, тощо)	30%	Процес трансформувався у більш консервативний (з точки зору показників та їх прийнятного рівня; проектів, які розглядаються, часу розгляду; кількість рівнів узгодження, тощо)	40%
Більшість клієнтів призупинили розгляд інвестиційних проектів	40%	Було призупинено розгляд інвестиційних проектів	30%
Процес став менш упорядкованим, рішення приймаються більш імпульсивно	20%	Процес став менш упорядкованим, рішення приймаються більш імпульсивно	15%
Інше	7%	Процес не зазнав змін	15%
Інвестиційні проекти стали дуже актуальними в сфері імпортозаміщення чи заміщення виробництва білоруських та російських торгових марок. Зазвичай дослідження проводять компанії із іноземними активами, зарубіжні компанії чи інвестиційні фонди	3%		

Джерело: складено автором на основі власного дослідження

Додаток Е

Розподіл відповідей на питання «На вашу думку, які зміни у процесі прийняття рішень могли б потенційно підвищити ефективність інвестиційних проєктів?» отриманих в рамках опитування

Аналітики/консультанти		**Носії рішень**	
Зміни	**Частка у відповідях,%**	**Зміни**	**Частка у відповідях,%**
Підсилення уваги до планування постінвестиційного етапу проекту	30%	Створення чіткої методики прийняття інвестиційних рішень в межах компанії	21%
Проведення більш глибокого аналізу результатів здійснених проектів	22%	Підсилення уваги до планування постінвестиційного етапу проекту	19%
Посилення внутрішніх контролів компанії в процесі прийняття інвестиційних рішень	11%	Проведення більш глибокого аналізу результатів здійснених проектів	17%
Проведення на постійній основі навчання персоналу з питань дотичних до інвестиційної, стратегічної та операційної діяльності персоналу	11%	Проведення на постійній основі навчання персоналу з питань дотичних до інвестиційної, стратегічної та операційної діяльності персоналу	15%
Створення чіткої методики прийняття інвестиційних рішень в межах компанії	11%	Усунення бюрократичних перепон, спрощення процесу прийняття рішення	12%
Інше	7%	Посилення внутрішніх контролів компанії в процесі прийняття інвестиційних рішень	10%
Усунення бюрократичних перепон, спрощення процесу прийняття рішення	7%	Інше	6%

Джерело: складено автором на основі власного дослідження

Додаток Є

Результати розрахунку регресійної моделі для кількості глобальних транзакцій M&A

Regression Statistics	
Multiple R	0.858417
R Square	0.736879
Adjusted R Square	0.407978
Standard Error	3048.12
Observations	10

ANOVA

	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*
Regression	5	1.04E+08	20815910	2.240429	0.227278
Residual	4	37164145	9291036		
Total	9	1.41E+08			

	Coefficients	*Standard Error*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95,0%*	*Upper 95,0%*
Intercept	46574.2	7785.455	5.982206	0.003925	24958.31	68190.09	24958.31	68190.09
X Variable 1	1475.626	576.9725	2.557532	0.062802	-126.307	3077.558	-126.307	3077.558
X Variable 2	-998.447	805.8392	-1.23902	0.283075	-3235.82	1238.921	-3235.82	1238.921
X Variable 3	0.206914	0.192226	1.07641	0.342336	-0.32679	0.740617	-0.32679	0.740617
X Variable 4	-31.6732	79.52859	-0.39826	0.710779	-252.48	189.1335	-252.48	189.1335
X Variable 5	-98.1076	68.82178	-1.42553	0.22714	-289.187	92.97229	-289.187	92.97229

Джерело: сформовано автором

Додаток Ж

Результати розрахунку регресійної моделі для загальної вартості транзакцій M&A на глобальному рівні

Regression Statistics	
Multiple R	0.771756
R Square	0.595608
Adjusted R Square	0.090118
Standard Error	577.8706
Observations	10

ANOVA

	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*
Regression	5	1967339	393467.7	1.178279	0.449434
Residual	4	1335738	333934.4		
Total	9	3303076			

	Coefficients	*Standard Error*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95,0%*	*Upper 95,0%*
Intercept	3539.736	1475.987	2.398216	0.0745	-558.261	7637.732	-558.261	7637.732
X Variable 1	124.4985	109.3839	1.138179	0.31859	-179.2	428.197	-179.2	428.197
X Variable 2	-243.614	152.7731	-1.59461	0.186026	-667.78	180.5523	-667.78	180.5523
X Variable 3	0.027452	0.036443	0.75329	0.493186	-0.07373	0.128633	-0.07373	0.128633
X Variable 4	-11.6665	15.07724	-0.77378	0.48225	-53.5276	30.19466	-53.5276	30.19466
X Variable 5	-0.96901	13.04741	-0.07427	0.944363	-37.1944	35.25642	-37.1944	35.25642

Джерело: сформовано автором

Додаток З

Результати розрахунку однофакторної регресійної моделі для вартості транзакцій M&A на глобальному рівні

Regression Statistics	
Multiple R	0.128131
R Square	0.016417
Adjusted R Square	-0.10653
Standard Error	637.2645
Observations	10

ANOVA

	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*
Regression	1	54228.23	54228.23	0.133532	0.72427
Residual	8	3248848	406106		
Total	9	3303076			

	Coefficients	*Standard Error*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95.0%*	*Upper 95.0%*
Intercept	4414.177	805.2111	5.482012	0.000586	2557.357	6270.997	2557.357	6270.997
X Variable 1	-0.01115	0.030513	-0.36542	0.72427	-0.08151	0.059214	-0.08151	0.059214

Джерело: сформовано автором

Додаток И

Результати розрахунку однофакторної регресійної моделі для кількості транзакцій M&A на глобальному рівні

Regression Statistics	
Multiple R	0.037778
R Square	0.001427
Adjusted R Square	-0.12339
Standard Error	4198.841
Observations	10

ANOVA

	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*
Regression	1	201578.4	201578.4	0.011434	0.917479
Residual	8	1.41E+08	17630265		
Total	9	1.41E+08			

	Coefficients	*Standard Error*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95.0%*	*Upper 95.0%*
Intercept	48581.75	5305.416	9.157009	1.63E-05	36347.43	60816.06	36347.43	60816.06
X Variable 1	-0.0215	0.201048	-0.10693	0.917479	-0.48512	0.44212	-0.48512	0.44212

Джерело: сформовано автором

Додаток І

Звіт про фінансовий стан ТОВ СП «Нібулон»

млн. грн	**31 грудня 2019**	**31 грудня 2020**	**31 грудня 2021**	**31 грудня 2022**	**31 грудня 2023**
Основні засоби	21 068	23 480	23 199	19 981	19 898
Незавершені капітальні інвестиції	729	821	524	743	354
Довгострокові біологічні активи	62	34	42	31	75
Нематеріальні активи	20	19	19	27	31
Інші необоротні активи	832	684	630	620	760
Необоротні активи	**22 712**	**25 038**	**24 413**	**21 402**	**21 118**
Запаси	5 094	6 220	9 831	4 890	4 683
Г роші та їх еквіваленти	85	637	24	242	1 428
Дебіторська заборгованість	1 462	1 418	3 192	1 028	677
Поточні біологічні активи	310	455	497	596	307
Інші оборотні активи	32	74	106	110	46
Оборотні активи	**6 983**	**8 803**	**13 649**	**6 866**	**7 141**
Відстрочені податк. зобов’ язання	-1 997	-2 318	-2 185	-1 971	-1 639
Довгострокові кредити банків	-6230	-893	-2254	-	-
Інші довгострокові зобов’язання	-646	-658	-642	-580	-756
Довгострокові зобов’язання і забезпечення	**-8 873**	**-3 870**	**-5 081**	**-2 551**	**-2 394**
Короткострокові кредити банків	-1 787	-10 098	-10 049	-16 430	-17 846
Поточна кредитор. заборгованість	-6 713	-7 313	-9 139	-5 923	-3 634
Інші поточні зобов’язання	-179	-273	-242	-338	-716
Поточні зобов’язання і забезпечення	**-8 678**	**-17 684**	**-19 431**	**-22 691**	**-22 196**
Чисті активи	**12 143**	**12 286**	**13 550**	**3 025**	**3 669**

Джерело: сформовано автором на основі [190]

Додаток Ї

Звіт про доходи та витрати ТОВ СП «Нібулон»

млн. грн.	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Чистий дохід від реалізації продукції	27 667	25 840	40 607	15 181	22 901
Собівартість реалізованої продукції	-25 732	-24 774	-39 107	-14 047	-19 684
Валовий прибуток	**1 935**	**1 067**	**1 500**	**1 134**	**3 218**
Адміністративні витрати	-146	-157	-215	-195	-440
Витрати на збут	-465	-492	-544	-572	-592
Інші операційні витрати	-618	-137	-61	-3 817	-463
Інші операційні доходи	72	176	1 090	212	724
Фінансовий результат від операційної діяльності	**779**	**456**	**1 770**	**-3 238**	**2 446**
Інші фінансові доходи	2	1	0	0	23
Інші доходи	1 373	24	381	0	128
Фінансові витрати	-539	-754	-746	-999	-1 397
Інші витрати	-17	-1 604	-6	-5 296	-891
Фінансовий результат до оподаткування:	**1 597**	**-1 877**	**1 399**	**-9 532**	**309**
Витрати (дохід) з податку на прибуток	-239	100	-112	-18	0
Чистий фінансовий результат	**1 358**	**-1 776**	**1 287**	**-9 551**	**309**

Джерело: сформовано автором на основі [190]

Додаток Й

Звіт про фінансовий стан ПрАТ «ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ»

тис. грн.	**31 грудня 2019**	**31 грудня 2021**	**31 грудня 2022**	**2021 vs 2019**	**2022 vs 2019**	**2022 vs 2021**
Нематеріальні активи	2 946	2 260	1 916	*-23%*	*-35%*	*-15%*
Незавершені кап. інвестиції	436	436	28 899	*0%*	*6 528%*	*6 528%*
Основні засоби	31 893	20 183	99 739	*-37%*	*213%*	*394%*
Інші фінансові інвестиції	25	25	25	*0%*	*0%*	*0%*
Необоротні активи	**35 300**	**22 904**	**130 579**	***-35%***	***270%***	***470%***
Виробничі запаси	4 980	4 500	5 241	*-10%*	*5%*	*16%*
Незавершене виробництво	199	10 724	4 295	*5 289%*	*2 058%*	*-60%*
Готова продукція	12	12	12	*0%*	*0%*	*0%*
Товари	2 250	-	-	*-100%*	*-100%*	-
ДЗ за товари, послуги	37 618	62 487	71 920	*66%*	*91%*	*15%*
ДЗ за авансами виданими	43 011	51 236	62 896	*19%*	*46%*	*23%*
з бюджетом	4 262	9 278	16 195	*118%*	*280%*	*75%*
Інша поточна ДЗ	3 985	2 144	2 211	*-46%*	*-45%*	*3%*
Гроші та їх еквіваленти	31	3 995	891	*12 787%*	*2 774%*	***-78%***
Витрати майбутніх періодів	6	-	-	*-100%*	*-100%*	-
Оборотні активи	**96 354**	**144 376**	**163 661**	***50%***	***70%***	***13%***
Довгострокові кредити банків	5 147	429	-	*-92%*	*-100%*	*-100%*
Довгостр. зобов'яз. та забезп.	**5 147**	**429**	**-**	***-92%***	***-100%***	***-100%***
Короткострокові кредити банків	5 877	3 434	-	*-42%*	*-100%*	*-100%*
Поточна КЗ за товари, послуги	1 004	3 956	2 818	*294%*	*181%*	*-29%*
Поточна КЗ за розрахунками з бюджетом	913	1 065	1 404	*17%*	*54%*	*32%*
Поточна КЗ за розрахунками зі страхування	326	276	108	*-15%*	*-67%*	*-61%*
Поточна КЗ за розрахунками з оплати праці	1 210	1 770	1 635	*46%*	*35%*	*-8%*
Поточна КЗ за одержаними авансами	100 802	140 056	209 330	*39%*	*108%*	*49%*
Інші поточні зобов'язання	1 167	413	61 984	*-65%*	*5 211%*	***14 908%***
Поточні зобов'яз. та забезп.	**111 299**	**150 970**	**277 279**	***36%***	***149%***	***84%***
Чисті активи	**15 208**	**15 881**	**16 961**	***4%***	***12%***	***7%***

Джерело: сформовано автором на основі [190]

Додаток К

Звіт про доходи та витрати ПрАТ «ДУНАЙСУДНОРЕМОНТ»

тис. грн.	**2019**	**2021**	**2022**	**2021 vs 2019**	**2022 vs 2019**	**2022 vs 2021**
Чистий дохід від реалізації	121 919	134 145	225 781	*10%*	*85%*	*68%*
Собівартість реалізованої продукції	- 102 493	-112 990	- 198 874	*10%*	*94%*	*76%*
Валовий прибуток	**19 426**	**21 155**	**26 907**	***9%***	***39%***	***27%***
Інші операційні доходи	3 897	3 196	3 511	*-18%*	*-10%*	*10%*
Адміністративні витрати	- 16 974	- 16 950	- 25 672	*0%*	*51%*	*51%*
Інші операційні витрати	- 3 397	- 5 305	- 2 898	*56%*	*-15%*	*-45%*
Фінансовий результат від операційної діяльності	**2 952**	**2 096**	**1 848**	***-29%***	***-37%***	***-12%***
Інші фінансові доходи	-	-	83	-	-	-
Інші доходи	566	-	-	-	-	-
Фінансові витрати	- 2 271	- 1 305	- 324	*-43%*	*-86%*	*-75%*
Інші витрати	- 414	-	-	-	-	-
Фінансовий результат до оподаткування	**833**	**791**	**1 607**	***-5%***	***93%***	***103%***
Витрати з податку на прибуток	- 441	- 337	- 515	*-24%*	*17%*	*53%*
Чистий фінансовий результат	**392**	**454**	**1 092**	***16%***	***179%***	***141%***

Джерело: сформовано автором на основі [190]

Додаток Л

Кількість транзакцій за якими фіксується позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) виручки компанії-покупця через рік після завершення транзакції, одиниць.

Показники	2018	2018	2018	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2021	2021	2021	2022	2022	2022	2023	2023	2023
	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC
Гр. кошти	1 496	3 133	86	1 390	2 885	93	1 260	2 136	119	731	2 764	120	749	2 355	75	40	178	4
Акції	367	899	96	294	739	84	275	670	117	223	869	124	178	545	80	11	45	10
Зобов'язання	125	337	13	119	242	9	101	170	10	64	244	17	33	209	10	4	11	3
Earn-out	56	223	5	75	218	6	78	164	14	48	251	23	42	200	16	2	16	3
Інше	213	502	24	207	463	26	228	375	45	121	494	42	132	410	38	6	26	3
Всього	**2 257**	**5 094**	**224**	**2 085**	**4 547**	**218**	**1 942**	**3 515**	**305**	**1 187**	**4 622**	**326**	**1 134**	**3 719**	**219**	**63**	**276**	**23**

Джерело: складено автором на основі [261]

Додаток М

Кількість транзакцій за якими фіксується позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) EBITDA компанії-покупця через рік після завершення транзакції, одиниць.

Показники	2018	2018	2018	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2021	2021	2021	2022	2022	2022	2023	2023	2023
	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC	N	P	NC
Гр. кошти	1 298	1 604	1	1 242	1 638	1	1 082	1 453	1	1 091	1 610	1	1 041	1 512	3	59	95	0
Акції	539	489	0	451	455	1	449	469	0	514	476	0	322	309	0	27	24	0
Зобов'язання	144	176	0	139	159	0	98	118	0	107	155	0	73	131	0	10	7	0
Earn-out	103	138	1	112	141	0	108	115	0	135	140	0	93	126	0	2	13	0
Інше	230	295	1	193	288	1	237	231	0	183	304	0	162	288	0	7	21	0
Всього	**2 314**	**2 702**	**3**	**2 137**	**2 681**	**3**	**1 974**	**2 386**	**1**	**2 030**	**2 685**	**1**	**1 691**	**2 366**	**3**	**105**	**160**	**0**

Джерело: складено автором на основі [261]

Додаток Н

Кількість транзакцій за якими фіксується позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) ринкової капіталізації компанії-покупця через рік після завершення транзакції, одиниць

Показники	**2018**	**2018**	**2018**	**2019**	**2019**	**2019**	**2020**	**2020**	**2020**	**2021**	**2021**	**2021**	**2022**	**2022**	**2022**	**2023**	**2023**	**2023**
	N	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**
Гр. кошти	1 559	1 303	9	1 207	1 534	8	1 054	1 204	7	1 001	1 470	5	1 559	726	1	104	89	0
Акції	517	638	3	348	595	0	328	567	2	382	597	9	414	278	1	33	32	0
Зобов'язання	142	148	0	95	159	2	77	112	2	85	148	1	110	75	0	9	6	0
Earn-out	99	123	0	99	145	0	82	117	0	99	148	1	157	67	0	9	11	0
Інше	278	222	2	194	250	5	198	257	1	190	279	2	277	175	2	19	15	0
Всього	**2 595**	**2 434**	**14**	**1 943**	**2 683**	**15**	**1 739**	**2 257**	**12**	**1 757**	**2 642**	**18**	**2 517**	**1 321**	**4**	**174**	**153**	**0**

Джерело: складено автором на основі [261]

Додаток О

Кількість транзакцій за якими фіксується позитивні (P), негативні (N) та відсутні зміни (NC) ціни акції компанії-покупця через після завершення транзакції, одиниць

Показники	**2018**	**2018**	**2018**	**2019**	**2019**	**2019**	**2020**	**2020**	**2020**	**2021**	**2021**	**2021**	**2022**	**2022**	**2022**	**2023**	**2023**	**2023**
	N	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**	**N**	**P**	**NC**
Гр. кошти	767	626	4	652	677	5	229	233	1	448	443	2	609	483	3	38	44	0
Акції	413	320	2	345	290	6	119	95	0	203	216	3	243	172	2	17	15	1
Зобов'язання	80	91	0	71	98	0	25	14	0	42	54	0	56	43	0	2	2	0
Earn-out	71	76	0	79	86	0	29	18	0	56	62	0	73	77	0	4	4	0
Інше	147	170	1	140	143	1	59	52	1	75	102	1	135	123	0	6	7	0
Всього	**1 478**	**1 283**	**7**	**1 287**	**1 294**	**12**	**461**	**412**	**2**	**824**	**877**	**6**	**1 116**	**898**	**5**	**67**	**72**	**1**

Джерело: складено автором на основі [261]

Додаток П

Деталізований розрахунок скорегованого показника EBITDA для агропромислового холдинга «Астарта-Київ»

тис. грн.	**2022**	**2021**
EBITDA	**5 271 272**	**6 542 883**
Потенційні коригування		
Операції з пов'язаними сторонами (нетто сума)	44 397	37 597
Витрати на благодійність та соціальні проекти	79 882	-
Результат від продажу Основних засобів	-15 327	43 018
Витрати на оплату штрафів	19 777	53 498
Операційний FOREX	{...}	{...}
Додаткові виплати персоналу пов'язані з війною	6 300	-
Знищена техніка в наслідок бойових дій	4 200	-
Витрати пов'язані з продажем компаній	-	{...}
Сума Потенційних коригувань	**139 229**	**134 113**
Про-форма коригування		
Результати діяльності проданих у 2021 році компаній	-	{...}
Результат діяльності придбаної компанії у лютому 2022 року	{...}	{...}
EBITDA після коригувань	**5 410 501**	**6 676 996**
Інші питання до розгляду		
Підвищення логістичних витрат через війну	{...}	-
Виплати на персонал, який служить в лавах ЗСУ	67200	0

Джерело: складено автором на основі [225]

Додаток Р

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий борг для агропромислового холдинга «Астарта-Київ»

тис. грн.	**31 грудня 2022**	**31 грудня 2021**
Чистий борг	**- 2 155 534**	**- 1 092 842**
Потенційні коригування		
Кредиторська заборгованість за Основними засобами	-5 956	- 2 586
Облігації	- 60 906	- 20 427
Фінансова допомога отримана	52 840	-
Зобов'язання за програмою допомоги співробітникам	{...}	{...}
Витрати на відновлення земель та майна пошкоджених в наслідок бойових дій	{...}	{...}
Сума Потенційних коригувань	**- 14 022**	**- 23 013**
Про-форма коригування		
Чистий борг придбаної компанії у лютому 2022 року	-	{...}
Чистий борг після коригувань	**- 2 169 556**	**- 1 115 855**
Інші питання до розгляду		
Зобов'язання перед пов'язаними сторонами	180 643	95 413
Оренда офісих приміщень у пов'язаних сторін	{...}	{...}
Участь менеджменту компанії у володінні бізнесом	{...}	{...}

Джерело: складено автором на основі [225]

Додаток С

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий робочий капітал для агропромислового холдинга «Астарта-Київ»

тис. грн.	**31 грудня 2022**	**31 грудня 2021**
Чистий робочий капітал	**12 873 870**	**9 553 008**
Потенційні коригування		
Облігації	- 60 906	-20 427
Просрочена дебіторська заборгованість	- 36 201	-28 830
Фінансова допомога отримана	52 840	-
Кредиторська заборгованість за Основними засобами	5 956	2 586
Баланси з пов'язаними сторонами (нет)	7 218	3 355
Сума Потенційних коригувань	**- 31 093**	**-43 316**
Про-форма коригування		
Чистий робочий капітал придбаної компанії у лютому 2022 року	-	{...}
Чистий робочий капітал після коригувань	**12 842 777**	**9 509 692**
Інші питання до розгляду		
Потенційне списання біологічних активів внаслідок бойових дій	{...}	-

Джерело: складено автором на основі [225]

Додаток Т

Деталізований розрахунок скорегованого показника EBITDA для ПІІ «Вайтерра Україна»

тис. грн.	**2022**	**2021**
EBITDA	**1 366 779**	**694 674**
Потенційні коригування		
Дохід від сторнування резерву під ПДВ до відшкодування	- 11 263	11 263
Доходи/витрати від штрафів та пені (нет)	9 277	- 1 483
Прибуток/збиток від курсових різниць	20 530	- 16 304
Благодійні витрати пов'язані з війною	25 816	-
Відсоткові платежі	535	517
Витрати від списання запасів втрачених через війну	289 814	-
Продаж основних засобів	-	- 388
Сума потенційних коригувань	**334 709**	**- 6 395**
EBITDA після коригувань	**1 701 488**	**688 279**
Інші питання до розгляду		
Зростання витрат на збут у зв'язку з війною	{...}	-
Операції з пов'язаними сторонами	183 314	437 737

Джерело: складено автором на основі [226]

Додаток У

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий борг для ПІІ «Вайтерра Україна»

тис. грн.	31 грудня 2022	31 грудня 2021
Чистий борг	**- 359 591**	**- 154 078**
Потенційні коригування		
Рекласифікація резерву під судову справу	- 49 132	- 44 245
Арештовані грошові кошти	-	- 16 822
Поворотна фін допомога отримана від пов'язаних сторін	-	- 77 500
Сума потенційних коригувань	**- 49 132**	**- 138 567**
Чистий борг після коригувань	**- 408 723**	**- 292 645**

Джерело: складено автором на основі [226]

Додаток Ф

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий робочий капітал для ПІІ «Вайтерра Україна»

тис. грн.	31 грудня 2022	31 грудня 2021
Чистий робочий капітал	**4 876 132**	**509 968**
Потенційні коригування		
Рекласифікація резерву під судову справу	49 132	44 245
Поворотна фін допомога отримана від пов'язаних сторін	-	77 500
Сума потенційних коригувань	49 132	121 745
Чистий робочий капітал після коригувань	**4 925 264**	**631 713**

Джерело: складено автором на основі [226]

Додаток Х

Деталізований розрахунок скорегованого показника EBITDA для ТОВ «Агровіста»

тис. грн.	2022	2021
EBITDA	**948 050**	**1 311 969**
Потенційні коригування		
Дохід від отриманих державних субсидій (компенсація відсоткових ставок та інші дотації)	- 391	- 9 373
Дохід/витрати від ФК Олександрія (нет)	25 570	37 703
Дохід від продажу та списання основних засобів	1 898	-
Витрати на простій флоту через війну	9 544	-
Витрати на штрафи	3 755	8 572
Витрати від продажу основних засобів	-	34 729
Результат операцій з пов'заними сторонами	12 202	- 647 012
Сума потенційних коригувань	**52 578**	**- 575 381**
Про-форма коригування		
Результати діяльності проданих і придбаних у 2021 році компаній	-	{...}
Результат діяльності придбаної компанії у лютому 2022 року	{...}	{...}
Дохід від операційної оренди	-	8 042
EBITDA після коригувань	**1 000 628**	**744 630**
Інші питання до розгляду		
Зростання витрат на збут у зв'язку з війною	{...}	-
Витрати на благодійність	3 655	7 199
Понаднормові списання безнадійних боргів	10 459	-

Джерело: складено автором на основі [227]

Додаток Ц

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий борг для ТОВ «Агровіста»

тис. грн.	31 грудня 2022	31 грудня 2021
Чистий борг	**- 3 554 668**	**- 2 631 964**
Потенційні коригування		
Фінансові позики видані включені в оборотні активи	200 857	139 357
Фінансові зобов'язання включені в оборотні зобов'язання	- 39 854	- 20 673
Заборгованість за дивідендами включена в оборотні зобов'язання	- 48 800	- 1 292
Кредиторська заборгованість з пов'язаними сторонами	- 23 868	- 291 789
Сума потенційних коригувань	**88 335**	**- 174 397**
Про-форма коригування		
Чистий борг придбаних компаній у лютому 2022 року	-	{...}
Чистий борг після коригувань	**- 3 466 333**	**- 2 806 361**

Джерело: складено автором на основі [227]

Додаток Ч

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий робочий капітал для ТОВ «Агровіста»

тис. грн.	**31 грудня 2022**	**31 грудня 2021**
Чистий робочий капітал	**2 722 400**	**1 763 882**
Потенційні коригування		
Фінансові позики видані включені в оборотні активи	- 200 857	- 139 357
Фінансові зобов'язання включені в оборотні зобов'язання	39 854	20 673
Заборгованість за дивідендами включена в оборотні зобов'язання	48 800	1 292
Дебіторська заборгованість з пов'язаними сторонами	- 30 774	- 230 433
Кредиторська заборгованість з пов'язаними сторонами	23 868	291 789
Сума потенційних коригувань	**-119 109**	**- 56 036**
Про-форма коригування		
Чистий робочий капітал придбаних компаній у лютому 2022 року	-	{...}
Чистий робочий капітал після коригувань	**2 603 291**	**1 707 846**
Інші питання до розгляду		
Потенційне списання біологічних активів внаслідок бойових дій	{...}	-

Джерело: складено автором на основі [227]

Додаток Ш

Деталізований розрахунок скорегованого показника EBITDA для ТОВ « АТ Каргілл»

тис. грн.	**2022**	**2021**
Операційний прибуток	989 877	605 279
Амортизація	78 829	101 137
EBITDA	1 068 706	706 416
Потенційні коригування		
Безкоштовно отримані активи	- 676	- 802
Надлишок запасів	-	- 35 469
Послуги сторонніх організацій (нет)	- 19 544	-
Понаднормові витрати на благодійність	27 501	-
Витрати на штрафи пені неустойки	21 263	30 965
Сума потенційних коригувань	**28 544**	**- 5 306**
EBITDA після коригувань	**1 097 250**	**701 110**

Джерело: складено автором на основі [229]

Додаток Щ

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий борг для ТОВ « АТ Каргілл»

тис. грн.	**31 грудня 2022**	**31 грудня 2021**
Грошові кошти та їх еквіваленти	84 567	233 288
Зобов'язання з оренди	- 51 330	- 10 534
Кредити та запозичення	- 4 349 330	-4 074 314
Зобов'язання з оренди (короткострокові)	- 17 608	-9 207
Чистий борг	**- 4 333 701**	**-3 860 767**
Потенційні коригування		
Забезпечення на сплату відсотків	- 30 288	- 3 218
Забезпечення на можливі втрати з податку на прибуток	- 28 023	- 12 115
Поточні забезпесення під розразхунки з пов'язаними сторонами	- 603 923	- 255 285
Сума потенційних коригувань	**- 662 234**	**- 270 618**
Чистий борг після коригувань	**- 4 995 935**	**-4 131 385**

Джерело: складено автором на основі [229]

Додаток Ю

Деталізований розрахунок скорегованого показника Чистий робочий капітал для ТОВ « АТ Каргілл»

тис. грн.	**31 грудня 2022**	**31 грудня 2021**
Запаси	2 394 274	4 858 460
Торгова та інша дебіторська заборгованість	6 098 987	2 375 490
Торговельна та інша кредиторська заборгованість	- 99 990	-136 617
Забезпечення під мйбутні виплати працівникам	- 27 073	- 23 043
Інші забезпечення	- 750 113	- 820 904
Інші активи	68 437	88 470
Чистий робочий капітал	**7 684 522**	**6 341 856**
Потенційні коригування		
Запаси на тимчасово окупованій території	- 1 288 976	-
Резерв сумнівних боргів	- 1 500	-
Забезпечення на сплату відсотків	30 288	3 218
Забезпечення на можливі втрати з податку на прибуток	28 023	12 115
Поточні забезпесення під розразхунки з пов'язаними сторонами	603 923	255 285
Сума потенційних коригувань	**- 628 242**	**270 618**
Чистий робочий капітал після коригувань	**7 056 280**	**6 612 474**

Джерело: складено автором на основі [229]

Додаток Я

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях України

1. Honcharenko I., Honcharenko O. Features Of the Processes Of Mergers And Acquisitions In The Agro-Industrial Sector Of Ukraine's Economy. *Modern Economics*. 2023. №38, С. 34-40.(0,44 д.а.). *Особистий внесок здобувача: автором виявлено та оцінено основні особливості процесів злиття та поглинання в агропромисловому секторі економіки України у 2018-2020 роках*. (0,22 д.а.).
2. Терещенко О., Гончаренко О. Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній в умовах геополітичних ризиків. *Фінанси України* 2024.№3, С. 75-94. (1,25 д.а.). *Особистий внесок здобувача: автором проведено аналіз підходів до виділення етапів процесу злиття та поглинання, запропоновано власний підхід; проведено дослідження впливу суб'єктивних факторів на процес прийняття інвестиційних рішень компаніями;проаналізовано ринок злиттів та поглинань на глобальному та локальному рівнях; підібрано фактори, що мають вплив на динаміку ринку злиття та поглиання компаній; проведено роботу по формулюванню елементів, завдань та підбору інструментів для Концепції фінансового контролінгу злиття та поглинання.*(0,63 д.а.).
3. Гончаренко О. Financial due diligence in mergers and acquisitions transactions. *Інноваційна економіка*. 2024. №1, С. 103-111. (0,56 д.а.).

У періодичних наукових виданнях інших держав, у тому числі проіндексованих у базах даних Scopus

4. Гончаренко І., Гончаренко О. Influence of the M&A of Agricultural Companies on the Development of the Rural Areas. *Economic Affairs*. 2023. №68, С. 765-771 (Scopus) (0,44 д.а.). *Особистий внесок здобувача:* а*втором проведено характеристику ринку M&A в контексті найвпливовіших секторів економіки країни, підкреслено роль і місце аграрного сектора. Проведено порівняльну*

характеристику окремих аграрних компаній, які були учасниками угод M&A за 2020–2022 роки. (0,22 д.а.).

Інші

5. Honcharenko O. Cross influence of the M&A and sustainability concept. *Sustainable Development: Modern Theories and Best Practices*. Materials of the Monthly International Scientific and Practical Conference (c. Tallin, 25-26 March 2021). Tallin: Teadmus OÜ, 2021. C.5-7. (0,34 д.а., форма участі - заочна).
6. Honcharenko O. Approaches to the M&A transactions' effectiveness evaluation. *Ştiinţă, educaţie, cultură*.: зб. наук. праць міжнар. наук.-практ. конф. (м. Комрат, 11 лютого 2022 року). Молдова: Комратський державний університет, 2022. С. 45-48. (0,19 д.а., форма участі - заочна).
7. Гончаренко О. Геополітичний ризик як активний фактор інвестиційного процесу. *Економіка і менеджмент 2024: перспективи інтеграції та інноваційного розвитку*: зб. наук. праць міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 4–5 квітня 2024 року). Дніпро: Дніпровського національного університету імені Олеся Гончара, 2024. С. 17-21. (0,31 д.а., форма участі - заочна).
8. Гончаренко О.Е.. Суб'єктивні чинники формування інвестиційних рішень у M&A. *Економіка, фінанси, банківська справа та освіта: актуальні питання розвитку, досягнення та інновації* : матеріали IX Міжнар. наук.-практ. конф.,(м. Одеса, 4-5 квітня 2024 року). Одеса : ОНЕУ, 2024. С. 164-166. (0,19 д.а., форма участі - заочна).
9. Гончаренко О. Теоретичні аспекти процесу злиття та поглинання компаній. *Забезпечення сталого розвитку фінансової системи України в умовах глобалізації*: зб. матеріалів IV Всеукраїнської наук.-практ. інтернет-конференції (м. Кам'янець-Подільський 12 квітня 2024 року). Кам'янець-Подільський: Подільський державний університет, 2024. С. 47-50. (0,25 д.а., форма участі - заочна).
10. Гончаренко О. Екосистемний підхід до аналізу транзакцій злиття та поглинання. *Сучасні гроші, банківські послуги та фінансові інновації в умовах інтеграції України в ЄС*: матеріали VI Всеукраїнської наук.-практ. інтернет-конференції (м.

Київ, 16 квітня 2024 року). Київ: КНЕУ, 2024. С. 302-303. (0,13 д.а., форма участі - заочна).

11. Tereshchenko O., Honcharenko O. Behavioral factors affecting financial and investment decisions under geopolitical uncertainty. *Фінансові інструменти сталого розвитку економіки:* матеріали VI Міжнар. наук.-практ. конф., (м. Чернівці, 18 квітня 2024 року). Чернівці: Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, 2024. С. 387-390. (0,25 д.а. ., форма участі - заочна). *Особистий внесок здобувача: автором здійснено аналіз та підібрано фактори, які впливають на динаміку ринку злиттів та поглинань* (0,13 д.а.).

ДОВІДКА

про використання результатів дисертаційної роботи здобувача
Гончаренко Ольги Едвардівни

Пропозиції та рекомендації, які сформульовані в результаті наукового дослідження Гончаренко Ольгою Едвардівною, в частині аналізу та розрахунку скоригованих фінансових показників були розглянуті та визнані такими, що можуть бути використані в роботі ТОВ «АК «Врадіївський» як підрозділу ТОВ СП «НІБУЛОН», для більш точного визначення та аналізу фінансових результатів операційної діяльності

Запропоновані в рамках роботи принципи та приклади коригувань таких фінансових показників, як EBITDA, Чистий робочий капітал та Чистий борг дозволяють розрахувати скориговані показники, які уточнюють результати операційної діяльності ТОВ «АК «Врадіївський» як підрозділу ТОВ СП «НІБУЛОН», що потенційно має позитивний вплив на коректність та ефективність прийнятих управлінських рішень. Адже в умовах геополітичних нестабільностей, можливість оперативного отримання точної інформації щодо стану та результатів роботи компанії є однією з передумов її успішного та стабільного функціонування.

Генеральний директор
ТОВ «АК Врадіївський»: Євген КЛІМАЧОВ

03. 04. 2024

МИКОЛАЇВСЬКА ОБЛ. ВРАДІЇВСЬКИЙ РАЙОН СМТ. ВРАДІЇВКА ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ "Агрокомплекс "Врадіївський" ЮРИДИЧНА ОСОБА УКРАЇНА

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Гончаренко Ольги Едвардівни
на тему: «Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній»

Окремі результати дисертаційного дослідження Гончаренко Ольги Едвардівни розглянуті для використання в роботі підприємства ТОВ «Миколаївський хлібзавод № 1».

Практичний інтерес представляє використання запропонованого екосистемного підходу в ході формування, аналізу виконання та коригування стратегії, в тому числі й інвестиційної стратегії, подальшого розвитку підприємтсва в умовах геополітиних криз.

Довідка видана Гончаренко О.Е. для представлення разовій спеціалізованій вченій раді за місцем захисту дисертації.

Директор
21.03.24

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ «МИКОЛАЇВСЬКИЙ ХЛІБЗАВОД № 1» 37844650 УКРАЇНА м. МИКОЛАЇВ

Ракова Альона Анатоліївна

Р Е Г І О Н А Л Ь Н А
ТОРГОВО-ПРОМИСЛОВА ПАЛАТА
МИКОЛАЇВСЬКОЇ ОБЛАСТІ

54030, Україна, м. Миколаїв, а/с 11
вул. Потьомкінська, 41
Тел./факс +38 (0512) 47-33-77
Тел. +38 (0512) 47-33-13
e-mail: office@rtpp.com.ua

www.rtpp.com.ua

MYKOLAIV REGIONAL
CHAMBER OF COMMERCE AND INDUSTRY

54030, Ukraine, Mykolaiv, P.O.Box 11
41 Potyomkinska st.
Tel/fax +38 (0512) 47-33-77
Tel. +38 (0512) 47-33-13
e-mail: office@rtpp.com.ua

12.04.2024

До разової спеціалізованої вченої ради

ДОВІДКА

про використання результатів дисертаційної роботи здобувача

Гончаренко Ольги Едвардівни

Довідка видана Гончаренко Ользі Едвардівні та свідчить про те, що запропонована дисертантом Концепція фінансового контролінгу M&A (угоди злиття та поглинання) рекомендована до застосування в практичній діяльності компаній регіону, в частині аналізу та планування потенційних майбутніх угод щодо купівлі компаній як в межах України, так і закордоном.

Прикладне значення наукового доробку автора полягає у його застосуванні в системі стратегічного планування подальшого розвитку компаній, їх інвестиційної діяльності, в тому числі з врахуванням поточних геополітичних умов.

Запропоновані в рамках Концепції підходи до планування, аналізу та контролю результатів угоди злиття та поглинання дозволяють більш точно ідентифікувати потенційні ризики та вигоди транзакції, зменшувати вплив суб'єктивних факторів в процесі прийняття рішень, таким чином позитивно впливаючи на прогнозованість результатів потенційного інвестування.

Проведення транзакцій злиття та поглинання є одним з можливих напрямків для компаній в рамках стратегії розвитку в кризових умовах. Науковий підхід до планування та реалізації процесу злиття та поглинання сприяє ефективності реалізації інвестиційних рішень компаній в умовах геополітичної нестабільності.

Регіональна торгово-промислова палата Миколаївської області * КАНЦЕЛЯРІЯ * 34796009 * Україна *

Начальник відділу ДІ та ОП
РТПП Миколаївської області Ірина СКОРБІЛІНА

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
Проректор з наукової роботи
Київського національного
економічного університету імені
Вадима Гетьмана
д.е.н., професор Л.Л. Антонюк
_____ 2024 року

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
Проректор з науково-педагогічної
роботи Київського національного
економічного університету імені
Вадима Гетьмана
д.е.н., професор А.М. Колот
_____ 2024 року

Довідка
про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Гончаренко Ольги Едвардівни
на тему: «Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній» у навчальний процес Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана

Дисертаційна робота Гончаренко О.Е. на тему: «Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній» виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри корпоративних фінансів і контролінгу Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана як складова комплексної науково-дослідної теми: «Сталий розвиток корпоративних фінансів на ринках, що розвиваються» (номер державної реєстрації 0121U109257). Здобувачем поглиблено теоретико-методичні засади та розроблено практичні рекомендації, пов'язані із аналізом та прийняттям управлінських рішень щодо злиття та поглинання компаній.

Окремі теоретико-методичні положення та висновки дисертаційної роботи Гончаренко О.Е. на тему «Фінансовий контролінг процесу злиття та поглинання компаній» використані в процесі розробки та викладання навчального курсу «Дью дільдженс» та «Фінансовий контролінг», а також у процесі удосконалення навчально-методичних матеріалів з дисципліни «Корпоративні фінанси». Використання розробок Гончаренко О.Е., у навчальному процесі сприяє підвищенню якості підготовки магістрів та бакалаврів відповідного фахового спрямування.

Декан факультету фінансів
д.е.н., професор **Б. С. Стеценко**