

УДК 334.716.008

Є. М. Палига

Удосконалення методичних підходів до обґрунтування угод щодо злиттів і поглинань компаній на основі оцінки ефекту синергії

Поглиблено поняття ефекту синергії в контексті злиттів і поглинань компаній. Досліджено взаємозв'язок між чистою приведеною вартістю ефекту синергії та ефективністю злиттів і поглинань компаній, описано підходи та методи оцінки ефекту синергії від злиття і поглинання. Наведено характеристику та наукове обґрунтування алгоритму відбору угод зі злиття (поглинання), який дозволить уникнути неефективних угод щодо реструктуризації компаній.

Ключові слова: злиття, поглинання, ефект синергії, чиста приведена вартість ефекту синергії, реструктуризація компаній, підходи та методи оцінки, ефективність.

Прагнення отримати ефект синергії є однією з основних причин укладання угод зі злиття (поглинання) компаній, оскільки з погляду менеджменту його поява створює передумови для зростання ефективності та конкурентоспроможності компанії, є єдиною перевагою, яка недоступна для повторення жодним конкурентом і дозволяє запустити механізми розвитку компанії за принципом комплементарної ефективності. Чітке уявлення про природу походження таких ефектів і володіння методичним інструментарієм їх оцінки дозволить обґрунтовувати доцільність та ефективність угод зі злиття чи поглинання і забезпечити об'єктивність оцінки ринкової вартості компаній.

У сучасній науковій думці систему корпоративного управління в напрямку інтеграційної активності міжнародних та національних компаній, і безпосередньо реалізації угод зі злиттів та поглинань досліджено досить різнопланово. До найвідоміших дослідників, які у своїх роботах визначають і класифікують принципи організації та підходи до оцінки ефективності угод злиттів та поглинань, у т. ч. через пояснення природи синергетичного ефекту, слід віднести Ю. Авхачева, Д. Бішопа, Д. Вачона, П. Гохана, Т. Еванса, Т. Коупленда, Т. Колера, В. Македон, В. Марченко, Д. Мурина, С. Роувіта, Н. Рудика, І. Сазонця, О. Сергєєву, О. Стародубцеву, І. Тивончука, Д. Хардинга та ін.

Проте в Україні питання оцінки ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній є відносно новим об'єктом вивчення і тому потребує подальшої розробки.

Метою цієї статті є наукове обґрунтування методики відбору угод зі злиття (поглинання), яка дозволить уникнути неефективних угод щодо реструктуризації компаній. З огляду на багатогранність обраної проблематики для досягнення поставленої мети вважаємо за доцільне основну увагу зосередити на вирішенні таких завдань: поглибити поняття ефекту синергії в контексті злиттів і поглинань компаній; дослідити взаємозв'язок між чистою приведеною вартістю ефекту синергії та ефективністю злиттів і поглинань компаній, описати підходи та методи оцінки ефекту синергії від злиття і поглинання.

© Є. М. Палига, 2012.

Процеси, що відбуваються в даний час у світовій економіці, зокрема її глобалізація та орієнтація компаній на експансію і зростання як додаткові джерела розширення діяльності та підвищення вартості компанії за рахунок досягнення ефекту синергії, дозволяють поставити питання про використання ефекту синергії як критерію відбору перспективних угод зі злиття (поглинання). Це вимагає уточнення поняття ефекту синергії в контексті злиття (поглинання) компаній – M&A (Mergers & Acquisitions).

На сьогодні не існує єдиного підходу до визначення поняття ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній, що відповідно призводить до складнощів при визначенні його величини (табл. 1).

Застосування кожного з наведених у таблиці визначень ефекту синергії окремо було б неточним. На нашу думку, ефект синергії не можна розглядати тільки як інтеграцію вигод від об'єднання компаній, адже приватні вигоди від функціонування можуть проявлятися у кожній компанії окремо, а ефект синергії передбачає, що в ході злиття (поглинання) виникають вигоди, які призводять до приросту вартості об'єднаної компанії у зв'язку з тим, що використання факторів виробництва організується більш ефективно. Такі поширені визначення синергетичного ефекту, як «комбінація бізнесів, в результаті якої два плюс два дорівнює п'яти» або «інтеграція вигод від об'єднання стратегій та економії на масштабі», є неточними. Очевидно, що ефект синергії виникає тільки в тому випадку, коли в результаті об'єднання в компанії з'являється якась нова компетенція або стратегічна перевага, недоступна її конкурентам, що й спричиняє вищу оцінку її вартості з боку ринку.

Можна виділити такі основні характеристики ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній:

- 1) наявність реакції об'єднаної системи компаній на зміни, яка виявляється як узгоджена, спільна, впорядкована дія підсистем, які входять в об'єднану компанію, що приводить до зростання ефекту від діяльності, виникнення нових (посилення наявних) конкурентних переваг (вигод);
- 2) збільшення ефективності діяльності об'єднаної фірми, яка виявляється в здатності об'єднаної компанії приносити більший прибуток, ніж сумарний прибуток раніше існуючих компаній;
- 3) поява додаткової вартості об'єднаної фірми, відмінної від сумарної вартості бізнесів при їх розрізненому функціонуванні [1, 4-6, 11-12].

З урахуванням вищесказаного, можна дати таке визначення ефекту синергії. Ефект синергії від злиття (поглинання) компаній – це додана вартість від об'єднання і узгодженої дії бізнесів, що виникає внаслідок ефективнішого використання факторів виробництва, що дозволяє підсилити або отримати конкурентні переваги об'єднаної системи, досягнення яких було б неможливим при розрізненому функціонуванні бізнес-одиниць і являє собою суму всіх вигод (синергій) від створення інтегрованої системи.

Моделі оцінки величини ефекту синергії слід розглядати як один з інструментів відбору перспективних угод M&A. При необхідності вибору з декількох варіантів компаній-об'єктів для поглинання оптимальним буде вважатися вибір тієї компанії-мети, придбання якої забезпечить компанії-покупцеві досягнення найбільшого синергетичного ефекту. Таким чином, розрахунок ефекту синергії можна вважати стартовим етапом при визначенні доцільності угоди зі злиття (поглинання) компаній, величина ефекту синергії може виступати як один із крите-

Підходи до визначення сутності ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній

Поняття ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній	Прихильники підходу
Комбінація бізнесів, результатом якої є $2 + 2 = 5$ або навіть $2 + 2 > 5$	А. Г. Грязнова, М. А. Федотова [1]
Інтеграція вигод від об'єднання стратегій та економії на масштабі; <ul style="list-style-type: none"> сума всіх вигод від створення інтегрованої виробничої системи для кожного її учасника, включаючи маркетингові, технологічні, інформаційні, економічні і фінансові складові, отримання яких було б неможливим при розрізненому функціонуванні учасників; очевидна вигода від об'єднання бізнес-одиниць; вигода корпоративного центру, оскільки рішення щодо поглинання виходить з головного офісу і робота з об'єднання підприємств здійснюється ним же; узгоджена дія, що взаємно підсилює результативність двох або декількох підсистем і збільшує впорядкованість (зменшує ентропію) системи в цілому, в результаті чого єдина система створює більший ефект, ніж всі її підсистеми окремо; в бізнесі – перевага від спільної діяльності декількох підприємств (компаній) у порівнянні з їх розрізненою діяльністю 	Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. [2]
Збільшення ефективності діяльності об'єднаної фірми більшою мірою, ніж те, що дві фірми можуть або повинні виконувати як незалежні, що управлінською мовою означає «конкурувати краще, ніж хто-небудь коли-небудь міг очікувати», або збільшення конкурентної переваги понад те, що необхідно фірмам, щоб вижити на своїх конкурентних ринках	М. Л. Сіроуер, Ф. Ч. Еванс, Д. М. Бішоп [3]
Об'єднання зусиль для ефективнішого використання ресурсів і зміцнення позицій компанії в конкурентній боротьбі	М. М. Максимцов, А. В. Ігнатова [4]
Посилення наявних конкурентних переваг за рахунок придбання переваг один одного, що стосовно злиття і поглинання означає здатність об'єднаної компанії приносити прибуток більший, ніж сумарний прибуток двох раніше існуючих компаній окремо	Ю. Б. Авхачев [5]
Об'єднання двох компаній, при якому вартість виробничих активів об'єднаної фірми виявляється вищою, ніж проста сума їх активів (вартість капіталу збільшується у зв'язку з тим, що використання факторів виробництва в об'єднаній фірмі організоване більш ефективно)	З. Боді, Р. Мертон [6]
Ефект від спільних дій, комбінована вартість обох фірм (фірми-мети і фірми-покупця), або потенційна додаткова вартість, що з'являється в результаті об'єднання двох фірм	А. Дамодаран [7]
Варіант реакції організму на комбінований вплив двох або декількох лікарських речовин, що характеризується тим, що ця дія перевищує дію, спричинену кожним компонентом окремо; щодо злиття «організм» – це корпорація-покупець, «лікарська речовина» – корпорація-мета, а «реакція організму» – отримання корпорацією-покупцем доданої економічної вартості, створеної в результаті покупки корпорації-мети	Н. Б. Рудик [8]
Системний ефект, відмінний від сумарного ефекту окремих елементів системи, при якому підсумкова вартість бізнесу після об'єднання перевищує сумарну вартість всіх бізнесів, які беруть участь у злитті, до утворення єдиного цілого	І. А. Єгерев [9], І. В. Ліпсіц, В. В. Косов [10]

ріїв відбору перспективних угод, а результати, отримані в ході оцінки, можуть і повинні впливати на прийняття рішень щодо покупки.

Процес створення вартості об'єднаної компанії починається з ідентифікації, систематизації та вимірювання факторів, що впливають на величину ефекту синергії, відповідального за приріст вартості.

На величину сукупного ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній впливають форми його прояву в кожному конкретному випадку укладення подібних угод (рис. 1).

Ефект синергії від злиття (поглинання) компаній виявляється в трьох основних формах: досягнення окремих видів синергій, які сприяють зростанню виручки, які сприяють зниженню витрат і які справляють комбінований вплив на вартість та величину грошових потоків об'єднаної компанії.

На основі порівняльного аналізу наявних підходів і методів оцінки ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній, їх переваг та недоліків, встановлено, що традиційно використовують три вартісні підходи: дохідний, порівняльний (ринковий) і витратний (майновий), порівняльна характеристика переваг і недоліків яких (рис. 2) показує, що найдостовірніші результати можуть бути отримані лише на основі дохідного підходу.

Для удосконалення методики оцінки ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній було визначено умови застосування кожного з підходів і методів оцінки ефекту синергії та напрямки їх удосконалення (рис. 3).

Найточніше значення величини ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній дозволяє отримати методика оцінки ефекту синергії при стратегічній реструктуризації компанії на основі показника «чистий приведений ефект синергії» – $NPVS$).

Для одержання найточніших розрахунків величини ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній видається доцільним використовувати при оцінці дохідний підхід як найбільш об'єктивний та інформативний і в його рамках модель дисконтування грошових потоків, яка дозволяє усунути ряд перерахованих вище недоліків інших моделей, до якої необхідно ввести додаткові змінні:

- 1) премія, виплачувана при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети (P);
- 2) витрати і втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання (C);
- 3) додаткові інвестиції на реструктурування (ΔI);
- 4) приріст доходів або економія на витратах внаслідок об'єднання управлінських здібностей команди (ΔM);
- 5) змінні «приріст виручки» (ΔR) і «економія на витратах» (ΔE) слід розглядати в розрізі окремих галузей з урахуванням переліку тих видів синергії, які з найвищою імовірністю виникнуть у підприємств даної галузі.

Премія, що виплачується при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети (P), та витрати і втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання (C) розглядаються як одноразові витрати, що їх компанія-покупець несе безпосередньо в момент укладання угоди, тому вони в пропонованій моделі не дисконтуються.

З урахуванням вищесказаного, вірогідніше всього величину ефекту синергії можна розраховувати на основі показника «чистий приведений ефект синергії» ($NPVS$). Пропонована формула розрахунку (1) виглядає наступним чином:

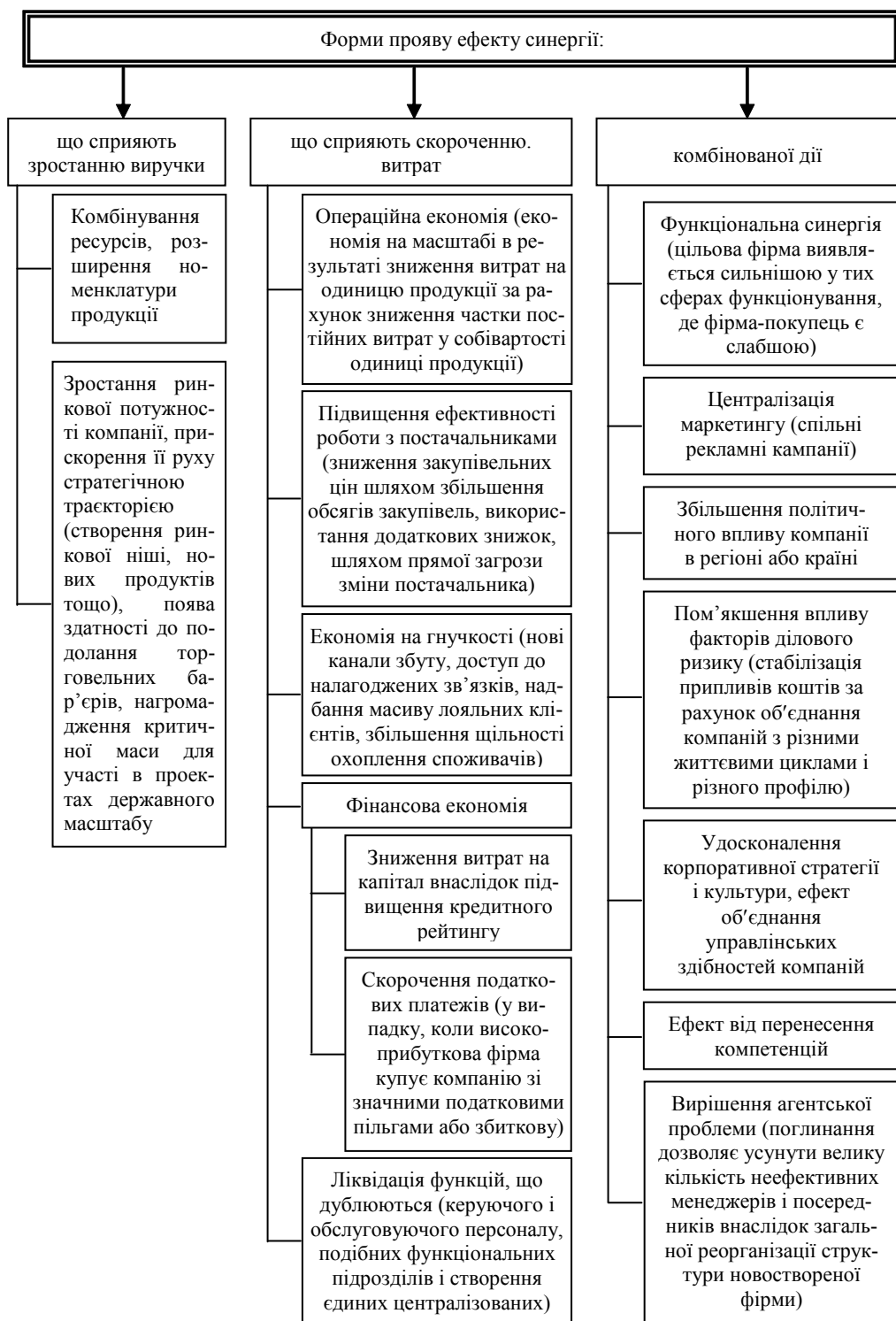


Рис. 1. Форми прояву ефекту синергії від угод M&A [5; 8; 12-13]

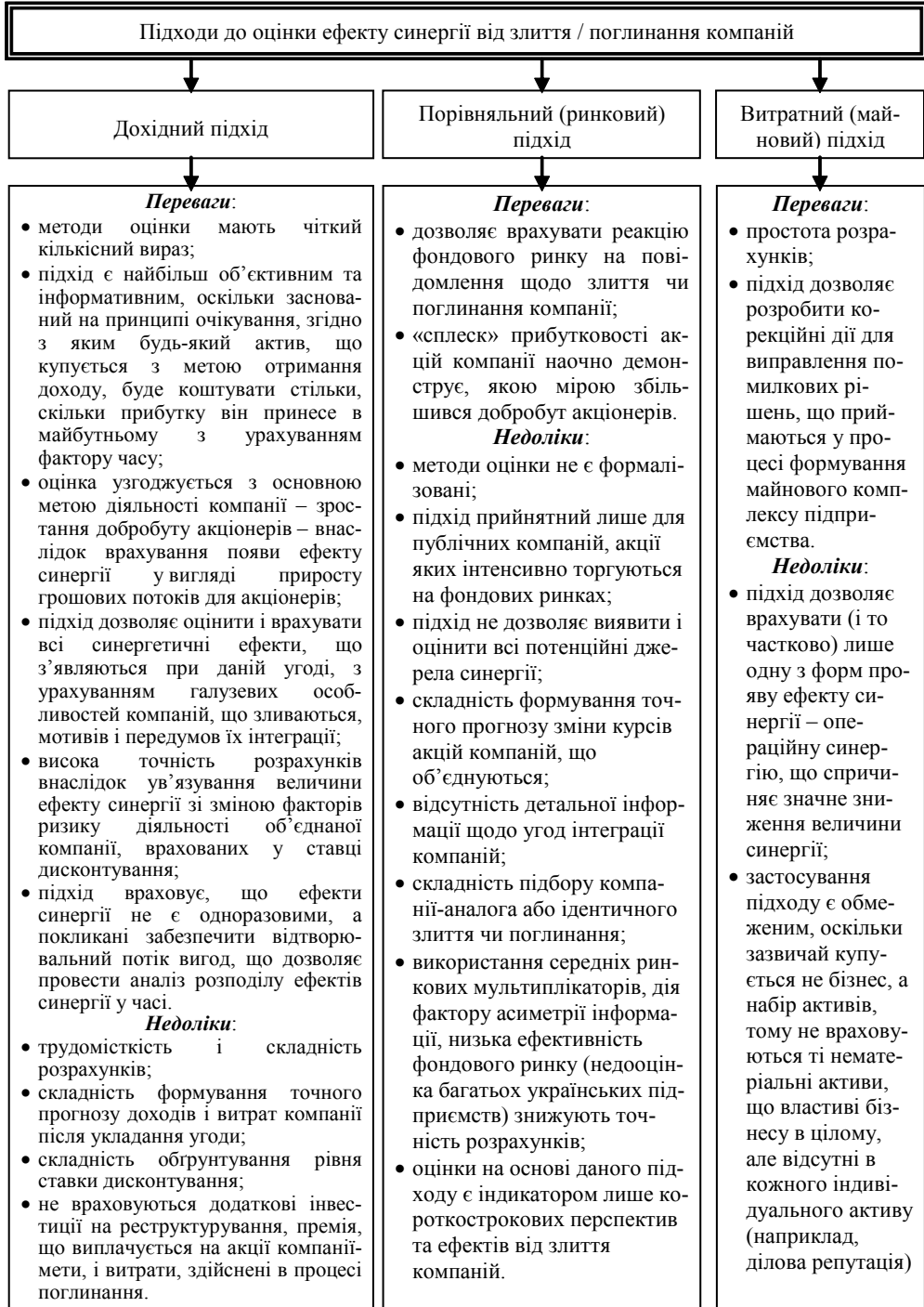


Рис. 2. Порівняльна характеристика переваг і недоліків підходів та методів оцінки ефекту синергії від злиття / поглинання компаній [1-2; 7; 12-13]

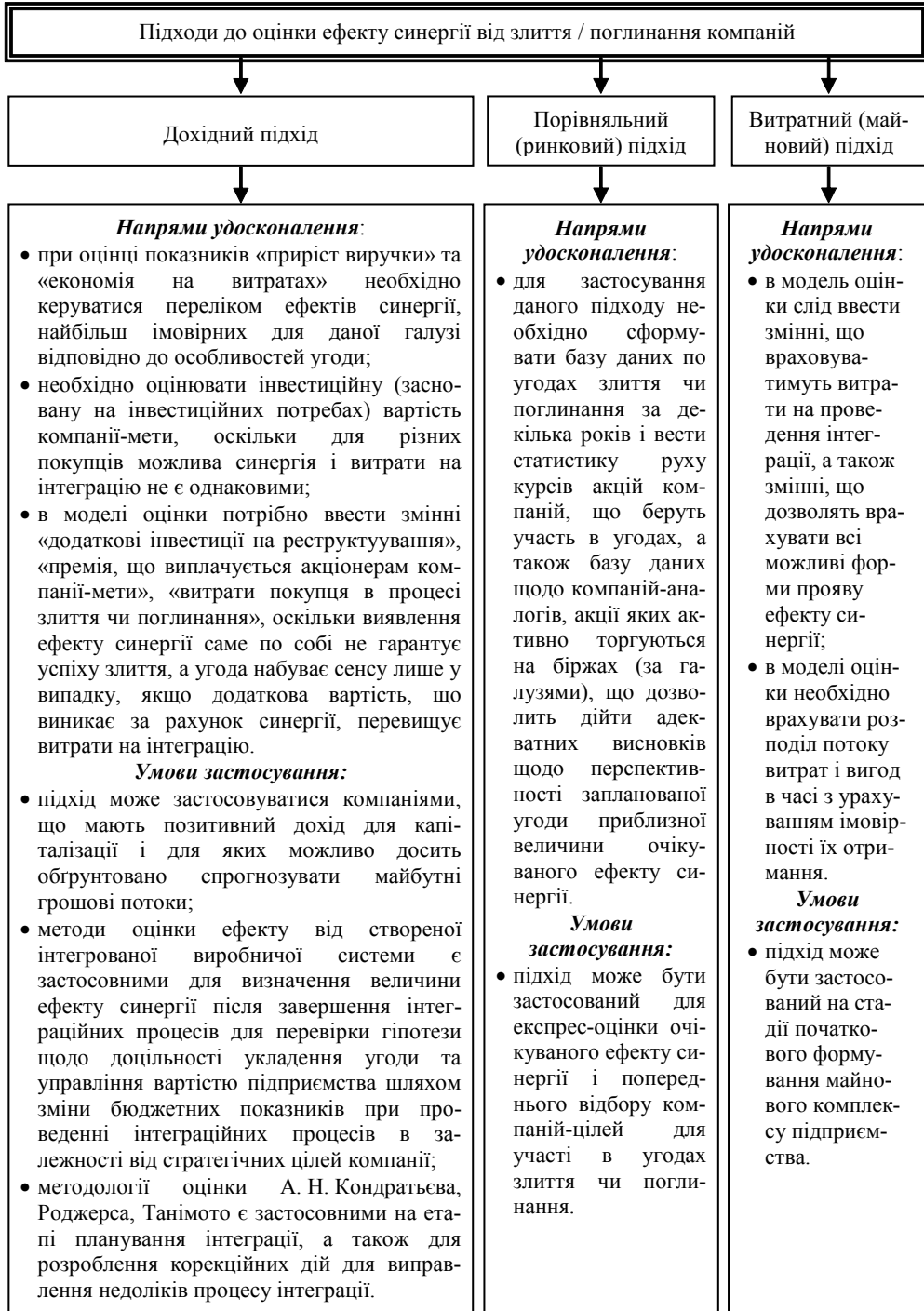


Рис. 3. Напрямки вдосконалення та умови застосування підходів та методів оцінки ефекту синергії від злиття / поглинання компаній

$$\begin{aligned}
 NPVS &= V - (V_1 + V_2) - P - C = \\
 &= \left(\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r_e)^i} + \frac{FV}{(1+r_e)^n} \right) - \left[\left(\sum_{i=1}^n \frac{CF1_i}{(1+r_1)^i} + \frac{FV_1}{(1+r_1)^n} \right) + \left(\sum_{i=1}^n \frac{CF2_i}{(1+r_2)^i} + \frac{FV_2}{(1+r_2)^n} \right) \right] - P - C = \quad (1) \\
 &= \sum_{i=1}^n \frac{\Delta F \Delta F_i}{(1+r_1)^i} - P - C
 \end{aligned}$$

у тому числі

$$\Delta FCFE = \Delta R - \Delta E - \Delta T - \Delta NWC - \Delta CE - \Delta L - \Delta D - \Delta I, \quad (2)$$

де <i>NPVS</i> (Net present value synergies) –	чистий приведений ефект синергії;
<i>V</i> (value)	– інвестиційна вартість об'єднаної компанії з урахуванням очікуваних синергії;
<i>V</i> ₁	– вартість компанії-покупця «статус-кво» (як незалежної);
<i>V</i> ₂	– вартість компанії-цілі «статус-кво» (як незалежної);
<i>CF</i> _{<i>i</i>} (cash flow)	– потік грошових коштів для акціонерів об'єднаної компанії у прогнозований період;
<i>CF</i> _{1_{<i>i</i>}}	– потік грошових коштів для акціонерів компанії-покупця, діючої «статус-кво», у прогнозований період;
<i>CF</i> _{2_{<i>i</i>}}	– потік грошових коштів для акціонерів компанії-мети, діючої «статус-кво», у прогнозований період;
<i>FV</i>	– вартість об'єднаної компанії у пост-прогнозований період;
<i>FV</i> ₁	– вартість компанії-покупця у пост-прогнозований період;
<i>FV</i> ₂	– вартість компанії-цілі у пост-прогнозований період;
<i>ΔFCFE</i> (free cash flow to the equity holders) –	приріст потоку грошових коштів для акціонерів;
<i>ΔR</i> (revenue)	– приріст виручки (розраховується для найбільш ймовірних форм прояву ефекту синергії з урахуванням галузевої приналежності компаній);
<i>ΔE</i> (expenses)	– економія на витратах (розраховується для найбільш ймовірних форм прояву ефекту синергії з урахуванням галузевої приналежності компаній);
<i>ΔT</i> (tax)	– економія на податку на прибуток;
<i>ΔNWC</i> (net working capital)	– економія на інвестиціях в оборотний капітал;
<i>ΔCE</i> (capital expenditure)	– економія на капіталовкладеннях;

$\pm \Delta M$ (management)	– приріст доходів (+) або економія на витратах (-) внаслідок об'єднання управлінських здібностей команди;
ΔD (debt)	– зміна чистого боргу (з урахуванням фінансової синергії);
ΔI (investment)	– додаткові інвестиції на реструктурування;
r_e (return)	– дохідність акціонерного капіталу об'єднаної компанії (бар'єрна ставка);
r_1	– дохідність акціонерного капіталу компанії-покупця, діючої «статус-кво»;
r_2	– дохідність акціонерного капіталу компанії-мети, діючої «статус-кво»;
i	– номер року прогнозного періоду;
n	– останній рік прогнозного періоду;
P (premium)	– премія, що виплачується при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети;
C (costs)	– витрати і втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання.

Запропонований метод усуває недоліки розглянутих раніше методів оцінки ефекту синергії від угод М&А при одночасному збереженні їх переваг, дозволяє точніше й об'єктивніше врахувати і оцінити весь спектр прояву форм ефекту синергії (як кількісних, так і якісних) від злиттів і поглинань компаній і дає тим самим можливість обирати й укладати лише ті угоди М&А, які будуть перспективними з погляду розвитку і підвищення вартості підприємства.

З огляду на все вищевикладене, можемо стверджувати, що вирішення проблеми розробки комплексної моделі оцінки величини ефекту синергії та методики відбору на її основі потенційних компаній-цілей для укладення угод М&А має велике значення для ефективного розвитку сучасних організацій. При цьому моделі оцінки величини ефекту синергії слід розглядати як інструменти відбору перспективних угод М&А. У процесі оцінки величини ефекту синергії слід брати до уваги різноманіття факторів, що впливають на його величину, а також усі форми прояву ефекту синергії з урахуванням галузевої специфіки компаній, що беруть участь в угоді.

Список використаних джерел

1. Оценка бизнеса : [учеб.] / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 736 с.
2. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коулер, Дж. Мурин. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
3. Эванс Ф. Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. . – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 336 с.
4. Менеджмент : [учеб. для вузов] / под ред. М. М. Максимцова, А. В. Игнатовой. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999. – 343 с.

5. Авхачев Ю. Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство / Ю. Б. Авхачев. – М. : Научная книга, 2005. – 120 с.
6. Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2000. – 592 с.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.
8. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов : [уч. пос. / Н. Б. Рудык. – М. : Дело, 2005. – 224 с.
9. Егерев И. А. Стоимость бизнеса: Искусство управления : [уч. пос.] / И. А. Егерев. – М. : Дело, 2003. – 480 с.
10. Липсиц И. В. Экономический анализ реальных инвестиций : [учеб. / И. В. Липсиц, В. В. Косов. – М. : Магистр, 2007. – 383 с.
11. Сазонець І. Л. Сутність та основні концепції діяльності ТНК в умовах глобалізації : [монографія] / І. Л. Сазонець, Ю. М. Варич. – Донецьк : Юго-Восток, 2009. – 275 с.
12. Gaughan P. Mergers, acquisitions, and corporate restructuring / P. Gaughan. – New Yourk : NY, Wiley, 2006. – 578 p.
13. Vachon D. Mergers & Acquisitions / D. Vachon. – Riverhead Hardcover, 2007. – 304 p.

Палыга Е. Н. Совершенствование методических подходов к обоснованию соглашений по слияниям и поглощениям компаний на основе оценки эффекта синергии.

Углублено поняття ефекта синергії в контексті злиттів і поглинень компаній. Исследована взаємозв'язок між чистою приведеною стоимостью ефекта синергії і ефективністю злиттів і поглинень компаній, описані підходи і методи оцінки ефекта синергії від злиття і поглинення. Приведені характеристика і научне обґрунтування алгоритма вибору справ по злиттю (поглиненню), який дозволить уникнути неефективних справ по реструктуризації компаній.

Ключевые слова: слияние, поглощение, эффект синергии, чистая приведенная стоимость эффекта синергии, реструктуризация компаний, подходы и методы оценки, эффективность.

Palyha Ye. M. Development of Methodical Approaches to the Study of Agreements on Mergers and Acquisitions Based on Synergy Effect Estimation.

Concept of the synergy effect in the context of mergers and acquisitions of companies is extended. The interdependence between net present value of the synergy effect and efficiency of mergers and acquisitions of companies is investigated. The approaches and the methods of estimation of synergy effect of mergers and acquisitions are described. Description and scientific substantiation of procedure of mergers and acquisitions deals selection, which allows avoiding inefficient deals of companies restructuring, is presented.

Keywords: merger, acquisition, synergy effect, net present value of the synergy effect, restructuring of companies, approaches and methods of estimation, efficiency.

Надійшло 10.09.2012 р.