

Рудь О.О.,

аспірант,

Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана

ОЦІНКА СИНЕРГІЇ В КОРПОРАТИВНИХ ЗЛИТТЯХ І ПОГЛИНАННЯХ

Анотація. У статті висвітлено основні підходи до трактування поняття «синергія» під час корпоративних злиттів і поглинань компаній. Охарактеризовано сутність ефекту синергії та наведено основні джерела її отримання. Описано основні форми та види синергії, наведено підходи та методи оцінки синергії. Визначено випадки доцільності та недоліки застосування методів у межах кожного з підходів до оцінки.

Ключові слова: оцінка вартості, теорія реальних опціонів, синергія, злиття і поглинання, премія, синергійний ефект, управлінська гнучкість, невизначеність, підходи та методи оцінки.

Постановка проблеми. Злиття і поглинання (M&A) є досить популярною формою корпоративного розвитку компанії. За загального річного об'єму угод в сотні мільярдів доларів і кількості в десятки тисяч [1] вони також є найбільш важливою формою прямих іноземних інвестицій (ПІІ) [2; 3], адже близько 75% ПІІ перебувають у формі M&A.

Під поглинанням розуміють оплачену угоду, внаслідок якої відбувається перехід прав власності на компанію. Вони бувають ворожі та дружні. Останні ж фактично є синонімом злиття [8].

При цьому злиття та поглинання супроводжуються припиненням діяльності двох і більше підприємств як юридичних осіб та передачею їх прав та зобов'язань новоствореній юридичній особі, яка є їх правонаступником, для досягнення подальшого спільного розподілу ризиків та вигід від об'єднання.

Прагнення отримати ефект синергії поряд із позитивним фінансовим результатом у вигляді премії є одними з основних причин укладання угод зі злиття та поглинання компаній, оскільки з погляду менеджменту комбінування стратегічного і фінансового ефекту від M&A створює передумови для зростання ефективності та конкурентоспроможності компанії.

Незважаючи на популярність розвитку бізнесу шляхом злиттів і поглинань і значну кількість угод протягом останніх років, часто вони не забезпечують бажаного ефекту, не створюють додаткової вартості для учасників, хоча й вимагають тривалого і недешевого процесу юридичних і фінансових перемовин. Так, згідно з дослідженнями Bain & Company, більше 90% злиттів і поглинань не призводять до фінансового успіху, 70% злиттів і поглинань не призвели до збільшення доходів акціонерів, а в 50% випадків акціонери взагалі зазнавали збитків [17].

Навіть якщо M&A дуже поширені, результати досліджень про їх вплив на прибутковість компанії і продуктивність різняться, оскільки немає ніякої чіткої позиції про використання справедливих методів оцінки компанії-цілі, а саме активів, переваг та майбутньої синергії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про обмежене вивчення проблеми оцінки синергетичного ефекту під час

укладання угод M&A. Так, М. Сіровер [4] дає визначення, описує та характеризує синергію з точки зору вартості компанії, показника їх прибутку на одну акцію та в контексті стратегічного управління. А. Дамодаран [11] та М. Чеботарьов [16] розглядають основні форми та види, яких набуває синергія під час реорганізації компаній у формі злиття та поглинання. В. Бішоп та Ф. Еванс [7] наводять джерела виникнення синергетичного ефекту, а також разом з А. Дамодараном [11] перераховують параметри оцінки величини синергії у разі здійснення оцінки методами дохідного підходу. Д. Єсіпов [12] та Т. Момот [14] детально описують порядок, підходи та методи оцінки вартості бізнесу, не акцентуючи своєї уваги на специфічних аспектах оцінки синергетичного ефекту. Намагається систематизувати підходи до оцінки синергії С. Іщенко [13], однак у кінцевому підсумку пропонує власну методику розрахунку, яка фактично зводиться до методу дисконтування грошових потоків.

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. Бішоп, Д. Вачона, П. Гохана, Т. Еванса, Т. Коупленда, Т. Колера, В. Македон, В. Марченко, Д. Мурина, С. Роувіта, Н. Рудика, І. Сазонця, О. Сергееву, О. Стародубцеву, І. Тивончука, Д. Хардинга та ін.

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

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Серед факторів неефективності угод злиття і поглинання виділяють:

- 1) некоректну (зокрема, завищену) оцінку вартості компанії-цілі, синергійних ефектів і премії;
- 2) проблеми інтеграції придбаної компанії та компанії-покупця;
- 3) поведінкові аспекти, що вплинули на суму угоди, яка виплачується компанією-покупцем за придбану частку участі в компанії-цілі.

Моделі оцінки величини ефекту синергії слід розглядати як один з інструментів відбору перспективних угод M&A. За необхідності вибору з декількох варіантів компаній – об'єктів для поглинання оптимальним буде вважатися вибір тієї компанії-цілі, придбання якої забезпечить компанії-покупцю досягнення найбільшого синергійного ефекту. Таким чином, розрахунок ефекту синергії можна вважати стартовим етапом під час визначення доцільності угоди зі злиття (поглинання) компаній, величина ефекту синергії може виступати як один із критеріїв відбору перспективних угод, а результати, отримані в ході оцінки, можуть і повинні впливати на прийняття рішень щодо покупки.

Чітке уявлення про природу походження синергійних ефектів і володіння методичним інструментарієм їх оцінки дасть змогу обґрунтувати доцільність та ефективність угод M&A і забезпечити об'єктивність оцінки ринкової вартості компаній.

Мета статті полягає у виявленні найбільш доцільного методу справедливої вартісної оцінки синергійних ефектів під час реалізації угод злиття та поглинання.

Вклад основного матеріалу дослідження. Синергія корпоративного злиття і поглинання – це здатність створювати вартість, яка перевищує сепаративну вартість компанії, що поглинається, за рахунок використання активів обох компаній.

Отримання синергії є основним мотивом злиття і поглинання. Якщо припустити, що вона існує, то цінність об'єднаної компанії повинна перевищувати суму цінностей компанії-покупця і компанії-цілі, що діють незалежно одна від одної [11]:

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

де $P(A+B)$ – цінність компанії, створеної в результаті об'єднання; $P(A)$ – цінність компанії А, яка діє незалежно; $P(B)$ – цінність компанії В, яка діє незалежно.

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

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

У такому разі укладання угоди M&A є недоцільним та повинно бути відхилене.

Ефект синергії від злиття (поглинання) компаній – це додана вартість від об'єднання й узгодженої дії бізнесів, що виникає внаслідок ефективнішого використання факторів виробництва, що дає змогу підсилити або отримати конкурентні переваги об'єднаної системи, досягнення яких було б неможливим за розрізненого функціонування бізнес-одиниць і являє собою суму всіх вигід (синергій) від створення єдиної інтегрованої системи [15].

Як основні джерела синергійного ефекту переважно розглядаються:

- комбінування: використання наявних у компанії ресурсів, які не могли бути ні ефективно залученими до господарської діяльності, ні реалізованими на ринку;
- комплементарність: повніше завантаження виробничих і торгових потужностей, оптимізація транспортних маршрутів, усунення слабких ознак однієї компанії за рахунок використання сильних ознак іншої;
- економія від одномоментно збільшеного обсягу діяльності: розподіл постійних витрат на більший обсяг продукції;
- усунення дублюючих підрозділів: НДДКР, маркетингу і реклами, зв'язків із громадськістю.

Синергія може проявлятися у двох формах – прямій та непрямій. Пряма пов'язана зі збільшенням чистих активів та/

або грошових потоків об'єднаних підприємств [16]. Непряма синергія – постфактум, тобто після укладання даної угоди вона є частиною підсумкової оцінки ефективності.

За видами виділяють операційну, фінансову та стратегічну синергію.

До **операційної синергії** належить така, що дає змогу компаніям збільшити розмір операційного прибутку та/або забезпечити прискорені темпи його зростання. Операційна синергія може вплинути на маржу та зростання, а через них на вартість фірм, які підлягають злиттю або поглинанню. Вона опирається не стільки на матеріальні ресурси компаній, які об'єднуються, скільки на управлінські здібності команди, корінні компетенції учасників об'єднання, які дають їм змогу досягати успіхів у конкуренції.

Операційні синергії можна поділити на чотири типи:

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

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

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

4. Прискорене зростання на нових або наявних ринках. Така ситуація може виникати, коли, наприклад, компанія з відомою торговою маркою та хорошою репутацією купує іншу компанію на іншому ринку, який лише розвивається, і починає просувати її продукцію під власною торговою маркою [11].

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

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

2. Зростання боргових можливостей за рахунок більш стабільних та прогнозованих грошових потоків та прибутків.

3. Скорочення ризику інвестицій в об'єднане підприємство.

4. Виграш на податках.

Стратегічна синергія включає в себе можливість отримання певних стратегічних переваг, наприклад зниження ступеня ризику шляхом розширення чи перерозподілу ресурсів між декількома напрямами діяльності компаній – учасниць M&A або виходу на більш перспективний ринок збуту продукції.

Рішення щодо укладання угоди M&A залежить передусім від грошової оцінки синергійного ефекту внаслідок об'єднання компаній та розміру премії.

Під **премією** розуміється перевищення суми, що виплачується компанією-покупцем в результаті угоди, над справедливою вартістю придбання, отриманої за допомогою коректного застосування затверджених законодавством і загальноприйнятою практикою методів оцінки бізнесу.

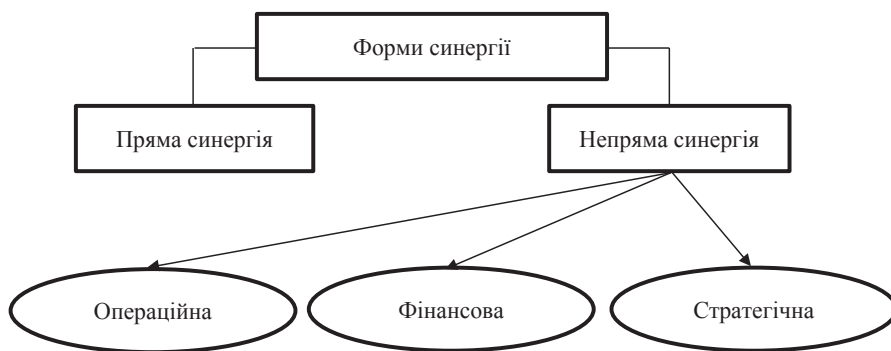


Рис. 1. Форми і види синергії

Таблиця 1
Методи вартісної оцінки непрямих синергійних ефектів [10]

Фактор	Оцінка методом DCF (NPVS)			Оцінка методом реальних опціонів
	Вплив на виручку	Вплив на затрати	Вплив на податки і ставку дисконтування	
Операційна синергія	+	+	X	X
Фінансова синергія	X	X	+	X
Стратегічна синергія	X	X	X	+

* + – оцінка можлива; X – оцінка неможлива

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

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

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

Порівняльний підхід полягає в пошуку компаній-аналогів під час оцінки бізнесу і схожих угод M&A під час аналізу доцільності їх укладання. Найчастіше в даному разі використовується метод цінних мультиплікаторів – коефіцієнтів, які показують співвідношення між ринковою вартістю підприємства або акції і фінансовою базою. Фінансова база мультиплікатора фактично є вимірником, який відображає фінансові результати діяльності, до яких можна віднести прибуток, грошовий потік, дивідендні виплати, виручку від реалізації тощо [12].

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

Під час проведення оцінки синергії у формі непрямой вигоди для одержання найточніших розрахунків величини ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній видається доцільним використовувати дохідний підхід як найбільш об'єктивний та інформативний, і в межах підходу будується модель дисконтування грошових потоків, яка дає змогу усунути низку перерахованих вище недоліків інших моделей, до якої необхідно ввести додаткові змінні:

- премію, виплачувану під час поглинання компанією-покупцем акціонерам компанії-цілі;
- витрати і втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання;

- додаткові інвестиції на реструктурування;
- приріст доходів або економію на витратах унаслідок об'єднання управлінських здібностей команди;

- змінні «приріст виручки» та «економія на витратах» слід розглядати в розрізі окремих галузей з урахуванням переліку тих видів синергії, які з найвищою ймовірністю виникнуть у підприємств даної галузі.

Премія, що виплачується під час поглинання компанією-покупцем акціонерам компанії-цілі, та витрати і втрати компанії-покупця в ході процесу поглинання розглядаються як одноразові витрати, що їх компанія-покупець несе безпосередньо в момент укладання угоди, тому вони в пропонованій моделі не дисконтуються.

З урахуванням вищесказаного для оцінки операційного та фінансового ефекту синергії можна використовувати розрахунок показника «чистий приведений ефект синергії» (NPVS). Але даний показник недоцільно використовувати для оцінки стратегічного ефекту синергії, тому зазвичай для розрахунку використовують теорію реальних опціонів.

У контексті реалізації M&A угод слід зазначити, що під реальними опціонами слід розуміти передусім активи, які купуються в стратегічних цілях. Актив може не створювати грошових потоків зараз, однак придбання прав на використання цього активу може бути цінним через опціонні характеристики. Наприклад, ідентифікація й облік реальних опціонів у процесі оцінки компаній-цілей, з одного боку, дають змогу приймати більш виважені рішення, а з іншого – не обмежують менеджмент компанії одним напрямом розвитку бізнесу.

Методологія реальних опціонів найбільшою мірою розкриває свій потенціал у ситуації невизначеності, яка характеризується поєднанням високого ступеня управлінської гнучкості (як можливості адаптації до зміни ситуації) і високої ймовірності надходження в майбутньому додаткової інформації про окремий проект чи актив. Окрім того, використання такого інструменту, як реальні опціони, дає змогу перейти від негативних для економічних систем понять «невизначеність», «ризик» до практично доцільного поняття «гнучкість». Тобто стає можливим отримувати користь від самого факту мінливості неточності деяких показників, оскільки поняття «невизначеність» передбачає, що результат може бути не тільки гірше очікуваного, але й краще. У цьому сенсі реальний опціон є засобом активного менеджменту, спрямованого на максимізацію цінності, і трансформує ризик із «небезпеки» в «можливість». Реальний опціон надає можливість зміни параметрів компанії-цілі під час M&A з плином часу, а також за необхідності дає змогу реалізувати певні «можливості».

Можливість у широкому сенсі цього слова може мати свою вартість, при цьому чим більше подібних можливостей міститься в стратегічних активах компанії-цілі, тим більшу вартість має сама компанія. Концепція реальних опціонів дає змогу кількісно оцінити наявні в компанії-цілі можливості і тим самим включити їх у розрахунок вартості реалізації управлінського рішення і оцінити ефект стратегічної синергії від M&A [9].

Таким чином, застосування теорії реальних опціонів в оцінці стратегічних активів компанії-цілі та майбутньої стратегічної синергії дає можливість прийняття управлінських рішень на кожному етапі розвитку і реалізації M&A процесу залежно від умов зовнішнього середовища. З іншого боку, важливим моментом є те, що ці рішення можуть бути прийняті ще на етапі планування угоди M&A і залежно від умов середовища дадуть змогу в майбутньому:

- за сприятливого збігу обставин посилити ефект від синергії стратегічних активів за рахунок грамотного використання придбаних раніше можливостей;

- за несприятливих умов знизити ризики втрат шляхом відмови, відстрочки початку реалізації або скорочення з мінімальними втратами для учасників.

Висновки. Як правило, під час здійснення M&A для проведення оцінки активів компанії-цілі застосовують концепції дисконтування грошових потоків, або DCF. Але використання цього методу для оцінки стратегічного синергійного ефекту призводить до нехтування вартістю стратегічних можливостей. Складність суміщення теорії фінансів і традиційних підходів до стратегічного планування може бути викликана деякою

відособленістю розвитку даних напрямів, відмінністю термінології, підходів і культури. Насамперед більшість інструментів фінансового менеджменту засновано на математичному фундаменті, тоді як моделі стратегічного планування – на зборі даних і аналізі абстрактних прикладів із навколишнього середовища (на основі якісного підходу) і застосовуються, як правило, в умовах значної невизначеності. Слід зауважити, що теорія реальних опціонів, незважаючи на своє покликання об'єднати області стратегічного і фінансового менеджменту, у черговий раз підтверджує очевидну математичну складність деяких інструментів фінансового менеджменту, що на сьогоднішній день є одним із найістотніших їх недоліків. Але поряд із цим для оцінки стратегічного синергійного ефекту під час процесів злиття і поглинання як окремого елемента загальної вартості компанії-цілі використання теорії реальних опціонів є найбільш доцільним і правильним.

Використовуючи комбінування методу дисконтування грошових потоків та його модифікацію, розрахунок показника «чистий приведений ефект синергії» (*NPVS*) і методу реальних опціонів для оцінки прямих і непрямих синергійних ефектів, можна більш глибоко проаналізувати результат (ефективність) потенційної угоди M&A та точно оцінити унікальні синергійні ефекти для кожної конкретної угоди, а також це дасть змогу отримати більш коректну оцінку потенційної компанії-цілі.

Література:

1. Brackman, S., Garretsen, H., van Marrewijk, C.: Cross Border Mergers & Acquisitions: The Facts as a Guide for International Economics. CESifo Working Paper. CESifo (2006).
2. Cartwright, S., Schoenberg, R.: Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. British Journal of Management 17 (2006). – P. 1–5.
3. Schjelderup, G.: Mergers and acquisitions: the way out? : SIOS Working Paper. SIOS -Centre for International Economics and Shipping (2001).
4. Sirower M. The synergy trap: How the companies lose the acquisition game // New York: The Free Press. – 2007. – 304 p.
5. Абрамов Г.Ф., Малюга К.А. Оценка инвестиционных проектов с использованием реальных опционов / Г.Ф. Абрамов, К.А. Малюга // НАУКОВЕДЕНИЕ. – 2014. – Вып. 2.
6. К вопросу о применении теории реальных опционов в оценке и управлении инвестиционными проектами / Л.А. Баев, О.В. Егорова, Н.В. Правдина // Управление инвестициями и инновационной деятельностью. Вестник ЮУрГУ. – 2010. – № 20.
7. Бишоп Д., Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях / Д. Бишоп, Ф. Эванс ; пер. с англ. А. Шматова. – М. : Альпина Паблишер, 2009. – 332 с.
8. Гончарова О.М. Ринок злиттів та поглинань у сучасних умовах / О.М. Гончарова // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2012. – Т. 1. – Вып. 27. – С. 279–286.
9. Гусев А.А. Реальные опционы в оценке бизнеса и инвестиций : [монография] / А.А. Гусев. – М. : РИОР, 2009 – 118 с.
10. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических

- эффектов в сделках слияния и поглощения / А.А. Давиденко. – М. : МГУ им. М.В. Ломоносова, 2014.
11. Дамодаран А. Инвестиційна оцінка. Інструменти і техніка оцінки будь-яких активів / А. Дамодаран ; пер. з англ. – М. : Альпіна Бізнес Букс, 2004. – 1342 с.
 12. Оценка бизнеса / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова ; 2-е изд. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.
 13. Ищенко С.М. Оценка эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию и поглощению компаний / С.М. Ищенко // Вестник НГУ. Серия «Социально-экономические науки». – 2008. – Т. 8. – Вып. 2. – С. 98–102.
 14. Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження : [монографія] / Т.В. Момот. – Харків : ХНАМГ, 2006. – 380 с.
 15. Палига Є.М. Удосконалення методичних підходів до обґрунтування угод щодо злиттів і поглинань компаній на основі оцінки ефекту синергії / Є.М. Палига // Регіональна економіка. – 2012. – № 4. – С. 72–81.
 16. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : [учебник] / Н.Ф. Чеботарев. – М. : Дашков и Ко, 2009. – 256 с.
 17. Эксперты: более 90% слияний и поглощений экономически неоправданны [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.maonline.ru/analitikama/4873.html>.

Рудь А.О. Оценка синергии в корпоративных слияниях и поглощениях

Аннотация. В статье рассматриваются основные подходы к трактовке понятия «синергия» при корпоративных слияниях и поглощениях компаний. Охарактеризована сущность эффекта синергии и приведены основные источники ее получения. Описаны основные формы и виды синергии, приведены подходы и методы оценки синергии. Определены случаи целесообразности и недостатки применения методов в пределах каждого из подходов к оценке.

Ключевые слова: оценка стоимости, теория реальных опционов, синергия, слияния и поглощения, премия, синергический эффект, управленческая гибкость, неопределенность, подходы и методы оценки.

Rud O.O. The synergy evaluation in corporate mergers and acquisitions

Summary. In this article, the main approaches to the interpretation of a concept of “synergy” in corporate mergers and acquisitions of companies are considered. The essence of synergy effect is characterized and its basic sources are given. The basic forms and types of synergy are described; the approaches and methods of the synergy evaluation are considered. The causes of feasibility and disadvantages of implementation of the methods within each of the approach to evaluation are defined.

Keywords: valuation, real options theory, synergy, mergers and acquisitions, M&A, premium, synergy effect, managerial flexibility, ambiguity, approaches and methods of evaluation.