

4. Chakravarthy, B.S. Measuring strategic performance // *Strategic Management Journal*. – 1986. – № 7. – P. 437-458

5. Dearden, J. Measuring profit center managers // *Harvard Business Review*. – September/October 1987. – Vol. 65. – P. 84-88

6. Kaplan, R.S., Norton, D.P. *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. – Boston (Ma., USA): Harvard Business School Press, 1996

7. Merchant, K. *Control in Business Organizations*. – Boston (Ma., USA): Harvard Graduate School of Business, 1985.

8. *The Real Key to Creating Wealth*. *Fortune*, September 20, 1993, p. 39.

8. The Real Key to Creating Wealth. *Fortune*, September 20, 1993, p. 39.

Статья поступила в редакцию 25.12.2007

О.І. СТАРОДУБЦЕВА,

Донецький національний технічний університет

ОЦІНКА ЕФЕКТУ СИНЕРГІЇ ПРИ ЗЛИВАННЯХ ТА ПОГЛИНАННЯХ

Світовий досвід функціонування ринку зливань та поглинань свідчить про важливість та високу ризикованість прийняття рішення про здійснення угоди зливання або поглинання менеджментом компанії-покупця. Такому рішенню обов'язково передують стадія детального аналізу вартості компанії-покупця та компанії-цілі до укладання угоди та прогноз вартості компанії, утвореної в результаті здійснення відповідної операції. Професійна обізнаність в питанні реальної вартості бізнесу – запорука прийняття вірного рішення про зливання/поглинання. Як правило, вартість майбутньої утвореної компанії, в першу чергу, залежить від кількісної оцінки прогнозованого ефекту синергії, отже, питання про коректну оцінку ефекту синергії є ключовою проблемою при прийнятті рішення про здійснення угоди зливання/поглинання.

Дослідженню процесів зливань та поглинань а також вартості компанії присвячені монографії таких авторів, як Еванс Ф. і Бішоп Д. [1], Стенлі Ф. Рід та Александра Р. Лажу [2]. В світових бізнес-виданнях питанню вартості бізнесу та синергетичного ефекту приділяється багато уваги. Останні декілька років ці проблеми стали також актуальними у виданнях країн СНД. Зокрема, в Росії та Україні за такими проблемами працюють В. Золотаревський [3], Е. Федорова [4] та ще багато авторів.

Мета статті – це виявлення показників та сил, на які повинен зважати мене-

джер при прийнятті рішення щодо вартості угоди зливання/поглинання. Для досягнення мети вважається доцільним виконання таких задач: аналіз основних мотивів компаній-покупців для розглядання можливостей на ринку зливань та поглинань; порівняння визначення терміну синергії; огляд джерел виникнення синергії в процесі зливання/ поглинання; аналіз методів оцінки синергії; огляд поширених помилок менеджерів при прийнятті рішення про зливання/поглинання та поради щодо уникнення цих помилок.

Перш за все, цікаво проаналізувати мотиви компаній, які планують розширитися шляхом зливання/поглинання. Їх можна охарактеризувати таким чином:

– маркетингові мотиви (розширення географії ринків та/або асортименту продукції; підвищення долі ринку; усунення існуючих та запобігання появі нових конкурентів), що здійснюються, як правило, як горизонтальні зливання;

– мотиви стратегічного менеджменту (диверсифікація з метою зниження ризику (конгломератне зливання); володіння технологією або виробничими ресурсами, для яких не вистачає розвитку внутрішнього бізнесу; оптимізація використання надлишкового капіталу або менеджменту);

– інші мотиви, до яких можна віднести особисті причини і амбіції власників компаній-покупців, наміри зниження податкових виплат та ціни

© О.І. Стародубцева, 2008

позикового капіталу тощо.

Більшість мотивів пов'язані між собою однією ознакою: вони орієнтовані на збільшення вартості нової утвореної компанії. Тут важливим аргументом на користь прийняття позитивного рішення про зливання/поглинання постає синергія. Суперечність в позиціях окремих вчених відносно ролі синергії в результаті об'єднання компаній визначається, перш за все, важким розумінням її сутності та частими випадками її переоцінки. Саме тому при розгляданні можливості зливання/поглинання компаній перед менеджментом постає задача вірного аналізу розміру очікуваного синергетичного ефекту з метою визначення додаткового доходу або економії.

«Синергія – це збільшення ефективності діяльності об'єднаної фірми понад тим, що дві фірми вже можуть або повинні виконувати, як незалежні. ... Мовою управління синергія означає: конкурентоспроможність краще, ніж хто-небудь коли-небудь міг очікувати. Це означає зростання конкурентної переваги понад тим, яке необхідно фірмам, щоб вижити на вільних конкурентних ринках» [Цит. по 1, стор. 101]. В сучасній бізнес-літературі під синергією при зливаннях/поглинаннях розуміють збільшення ефективності нової утвореної компанії порівняно до сумарної ефективності її частин до об'єднання. При цьому джерелом синергії при здійсненні операцій зливань/поглинань в різних випадках можуть бути різні фактори. Певною мірою це залежить від мотивів компаній-покупців.

Основні джерела синергії за Евансом і Бішопом:

– Збільшення доходів (Досягається за рахунок обслуговування більш широких ринків та/або більшого асортименту продукції);

– Скорочення витрат (Досягається за рахунок скорочення дублюючих посад, ліквідації аналогічних основних фондів тощо);

– Вдосконалення процесів (Досягається за рахунок використання більш ефективних методів компанії-покупця або компанії-цілі);

– Фінансова економія (Досягається за рахунок збільшення ринкової вартості компанії та використання деяких податкових вигід).[1, стор. 103]

При цьому, найбільш передбачуваним джерелом автори вважають скорочення витрат, а до визначення збільшення доходів та фінансової економії рекомендують ставитися з обережністю.

Пропонується додати ще декілька шляхів з'явлення синергії при здійсненні операцій зливання/поглинання. Таким чином, джерелом синергії може бути придбання недооцінених компаній, що, до речі, часто відбувається на ринках зливань та поглинань, що перебувають у стадії розвитку та не мають відповідного досвіду або, наприклад, ринках країн СНД, які в свій час піддавалися процесам приватизації та реприватизації. В такому випадку вартість об'єднаної компанії вочевидь буде більше суми вартостей двох окремих компаній

Фінансовий левередж (від англ. leverage – важель) також може вважатися джерелом синергії. Це підвищення ефективності компанії за рахунок залучення зовнішнього кредитування (незважаючи на витрати по кредиту). Тут компанія може впливати на співвідношення темпів приросту чистого прибутку до темпів приросту валового доходу. Таким чином, із збільшенням левереджа збільшується нелінійний характер зв'язку чистого прибутку і прибутку перед виплатами податків та відсотків по кредиту.

Певна синергія при об'єднанні компаній також може з'явитися за рахунок економії на податкових виплатах. Це може виникнути, по-перше, при об'єднанні компаній, одна з яких має певні податкові пільги, а друга – невикористаний прибуток; по-друге, при зливанні/поглинанні зі збитковою компанією. Наприклад, прибуткова компанія-покупець, об'єднуючись зі збитковою компанією, отримує деяку економію на податкових виплатах, списуючи частину свого прибутку на погашення накопичених збитків компанії-цілі. Слід зазначити, що такі економії обмежені державою через податкове законодавство.

Слід також зазначити, що існує два

аспекти оцінки джерел виникнення синергії – короткостроковий і довгостроковий. В короткостроковому аспекті перевага надається скороченню витрат та вивільненню ресурсів для довгострокового інвестування. В свою чергу, довгостроковий аспект пов'язаний із розкриттям та стратегією використання можливостей нової компанії.

В оцінках ефекту синергії в світовій практиці використовують такі ж підходи, як і для оцінки вартості бізнесу: дохідний (метод капіталізації прибутку, метод надлишкового прибутку, метод дисконтування грошових потоків), порівняльний (метод ринку капіталу, метод угод, метод галузевих коефіцієнтів), витратний (метод чистих активів, метод ліквідаційної вартості).

Кожний із трьох підходів відкриває різну перспективу. Хоча ці підходи ґрунтуються на даних, зібраних на тому самому ринку, кожен має справу з різним аспектом ринку. На досконалому ринку всі три підходи повинні привести до однієї й тієї ж величини вартості. Однак переважна більшість ринків є недосконалими, отже, за цих, а також і з інших причин дані підходи можуть давати різні показники вартості. Але тут вважається доцільним для більш точного розрахунку паралельне використання декількох методів та підходів з метою отримання середньозваженої величини очікуваної синергії.

Але для ще досконалішої оцінки синергетичного ефекту автором пропонується також урахування таких ключових параметрів, як розмір, вірогідність та час отримання вигід від об'єднання. Наведемо трактування цих параметрів за Евансом та Бішопом [1, стор.105-107]

1. Розмір вигоди від синергетичного ефекту. Вартість синергії має бути кількісно визначена в прогнозі чистих грошових потоків. При цьому кожен з компонентів має бути підданий суворій критиці.

2. Вірогідність досягнення ефекту синергії. Різні вигоди, що з'являються при об'єднанні компаній, мають різну вірогідність, тож менеджмент компанії-покупця повинен враховувати це при оцінці вигід.

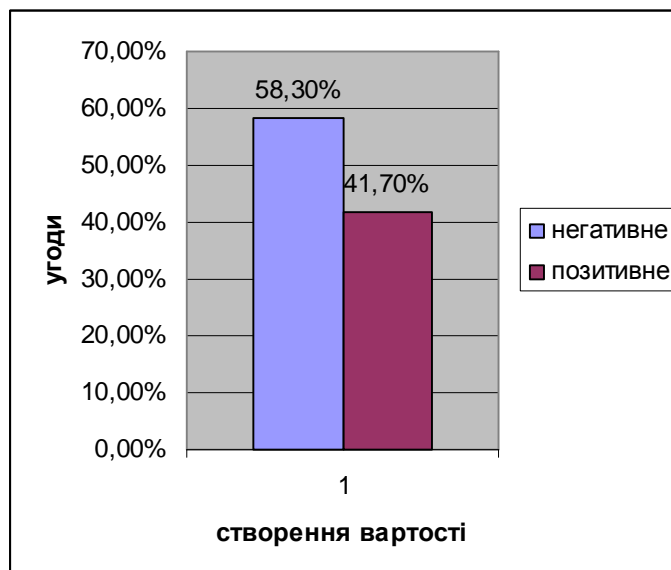
3. Час отримання вигід. У той час

як поглинання здійснюється одним разом, вигода від нього може залишатися впродовж всього періоду прогнозування (декілька років). Вартість поглинання та цього успіху критично пов'язані з досягненням збільшених грошових потоків згідно з прогнозним календарним планом.

Дослідження сучасних трактувань сутності синергії дало змогу прийти до такого висновку: зважаючи на різноманітність та неоднозначність підходів та методів оцінки майбутнього синергетичного ефекту, ускладнених різною вірогідністю та часом його отримання, в світовій практиці все частіше мова йде про приблизне значення синергії та зміну фокусу її оцінки. Сучасні фахівці розглядають синергію все більше як процес, а не кількісну величину.

Сучасні світові фахівці в сфері зливань/поглинань застерігають, що дуже часто в результаті угод зливання/поглинання невірно вирахована синергія призводить до недоотримання бажаної вартості компанією-покупцем. За даними, зібраними The Boston Consulting Group, близько половини усіх угод по зливаннях/поглинаннях 1992-2006 років мають негативний приріст вартості після укладання [5, стор.15] (Див. Діаграму 1).

Отже, більш половини компаній не отримують очікуваний ефект від операцій зливання/поглинання, і однією з причин тут є переоцінена синергія як основний чинник зростання вартості компанії. Але це не є єдиною причиною. Недосвідчені менеджери припускаються ще таких помилок, як відмова від використання інформації зсередини компанії-цілі, відсутність аналізу попереднього досвіду, непередбачувані витрати, перевага особистих амбіцій топ-менеджерів над результатами об'єктивного аналізу об'єкта зливання чи поглинання. Крім того, багато зливань, що навіть вважаються економічно обґрунтованими, можуть потерпіти невдачу через помилки менеджменту в процесі здійснення операції.



Діаграма 1. Створення вартості в 3207 угодах зливання/поглинання в 1992-2006 рр. (весь світ). [5, стор.15]

Для зниження ризику припуститися тих чи інших помилок, менеджерам компанії-покупця можна порадити перед початком оцінки майбутньої угоди вивчати досвід зливання/поглинання інших компаній, особливо якщо вони не мали подібного досвіду. Ризик переоцінити синергетичний ефект тоді значно знижується.

Крім того, для попередження нестачі інформації менеджерам не слід нехтувати проведенням комплексної процедури due diligence – всебічного аналізу кандидата на угоду на основі внутрішньої інформації компанії-цілі. Подібна процедура – обов'язковий етап при здійсненні угоди західними компаніями. Українські фірми на даний момент поки ще дуже рідко користуються послугами консультантів для подібних цілей.

Процедура due diligence має на увазі проведення комплексного й всебічного аналізу об'єкта поглинання, головною метою якого є надання компанії-покупцеві найбільш повної й правдивої інформації про діяльність об'єкта поглинання. Наповнення цієї процедури залежить від поточних потреб компанії-покупця й від особливостей об'єкта злиття чи поглинання. Важливість проведення due diligence обумовлюється тим, що компанія-покупець має набагато кращу уяву про об'єкт поглинання, засновану на незалежному, об'єктивно-

му й професійному баченні фінансового консультанта. Окрім того, у випадку прийняття за підсумками due diligence позитивного рішення, його результати можуть із успіхом використатися на етапі переговорів із власниками об'єкта поглинання. У випадку виявлення істотних ризиків, властивих об'єкту поглинання, компанія-покупець має можливість аргументовано вимагати зниження вартості угоди або включення в умови угоди певних гарантійних зобов'язань.

Таким чином, маючи досвід хоча б в одній угоді зливання/поглинання, менеджери компанії-покупця мають використовувати його для наступних операцій. Перш за все, пропонується проаналізувати щойно укладену угоду з боку порівняння прогностичних та реальних результатів, продовжуючи моніторинг основних показників об'єднаної компанії в короткостроковому та довгостроковому періодах. Систематично аналізуючи накопичений в процесі операції досвід, менеджмент може урятувати себе від майбутніх невдач. Однак тут слід визнати, що мало хто вдається до такого ретельного аналізу минулої угоди, особливо коли операція зливання/поглинання пройшла задовільно.

Отже, для успішного проведення угоди зливання/поглинання компаній менеджменту компанії-покупця слід зосере-

дитися перш за все на реалістичній оцінці синергетичних ефектів. Краще всього для цього використати не один, а декілька методів розрахування синергії з метою отримання середньозваженої величини очікуваної синергії, обов'язково враховуючи й такі важливі параметри, як вірогідність та час отримання синергетичних ефектів. Крім того, необхідно аналізувати існуючий досвід проведення схожих операцій, використовувати внутрішню інформацію компанії-цілі через проведення процедури due diligence, а також збирати, систематизувати та аналізувати власний досвід угод зливання та поглинання. Використання перерахованих вище заходів вплине на успіх тієї чи іншої угоди лише позитивно.

Література

1. Эванс Френк Ч., Бишоп Девид М. «Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях» / Пер. с англ. – М.: «Альпина Паблишер», 2004. – 332 с.
2. Стэнли Ф. Рид, Александра Р. Лажу «Искусство слияний и поглощений» / Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2006. – 957 с.
3. Золотаревский В. Результат количественной оценки синергетического эффекта – основной мотив осуществления сделок M&A // ИнвестГазета – 2006. (25-31. 12.2006) <http://www.ebskiev.com/news/23012007145100.htm>
4. Фёдорова Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Финансовый менеджмент. – 2006. – № 6. – С. 46-55.
5. http://www.bcg.com/publications/files/Brave_New_World_MA_Aug_2007.pdf

Статья поступила в редакцию 25.12.2007