

ОСОБЛИВОСТІ ПРОЯВУ ЕФЕКТУ СИНЕРГІЇ ВІД ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ КОМПАНІЙ

© Дейнека Ю.П., 2010

Висвітлено основні підходи до трактування поняття “синергія” при злиттях і поглинаннях компаній, оцінено основні форми та джерела забезпечення синергії, здійснено аналіз ефектів синергії, визначено особливості ефекту синергії від злиттів і поглинань у вітчизняній практиці, проаналізовано причини відсутності синергії від злиттів і поглинань, запропоновано рекомендації для забезпечення прояву ефекту синергії від злиттів та поглинань.

Ключові слова: злиття, поглинання, ефект синергії, форми синергії, вартість компанії, оцінка синергії.

The basic approaches for interpretation of term “synergy” in the sphere of mergers and acquisitions of companies are enlightened, basic forms and sources of providing of synergy are appraised, the analysis of effects of synergy is carried out, the specific features of effect of synergy in comparison to mergers and acquisitions in domestic practice are defined, reasons of absence of synergy from mergers and acquisitions are analyzed, recommendations for providing of effect of synergy are offered.

Keywords: mergers, acquisitions, effect of synergy, forms of synergy, company value, estimation of synergy.

Постановка проблеми

У розпорядженні кожної організації є внутрішні та зовнішні механізми зростання. Внутрішні реалізуються через збільшення прибутковості існуючих активів, підвищення операційної активності і продуктивних інновацій. Зовнішні – за рахунок зовнішніх інвестицій і переважно за рахунок злиттів, поглинань та альянсів. Угоди по злиттю і поглинанню компаній (mergers & acquisitions – M&A) міцно зарекомендували себе в міжнародній практиці як один з ключових інструментів стратегії форсованого розвитку бізнесу. Злиття і поглинання дають змогу компаніям виконувати значну кількість стратегічних завдань, таких, як отримання ефекту масштабу, розширення географії діяльності, посилення ринкових позицій чи фінансової потужності, перехід у нові, перспективніші галузі, доступ до передових технологій.

Одним з основних напрямів аналізу процесів злиття і поглинання є їхня мотивація, тобто причини, які стимулюють учасників ринку до здійснення інтеграції. Причому, як відзначають американські фахівці з оцінки бізнесу Ф. Еванс та Д. Бішоп, значна частина привабливості подібних операцій зосереджена навколо синергічного ефекту, і кожне поглинання потрібно оцінювати в світлі ймовірності досягнення передбачених синергічних ефектів [1].

Не зважаючи 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 [2]. Як правило, угоди обмежуються перерозподілом активів, а тому не мають за мету отримання синергічного ефекту і підвищення вартості. Для сучасних умов, за яких ризик, невпевненість і постійні зміни є швидше правилами, ніж винятками, такий неважливий підхід зумовлює неконкурентоспроможність підприємств, оскільки злиття і поглинання не орієнтовані на інновації, трансфер технологій, створення нових товарів та послуг.

Однак, незважаючи на невтішну статистику та тривалу фінансово-економічну кризу, 37 % компаній все ще планують власне зростання шляхом злиттів і поглинань в найближчі три роки [3]. Саме тому питання ефективності злиттів і поглинань необхідно досліджувати, аналізувати та робити відповідні висновки, щоб уникнути негативного досвіду та можливих помилок і втрат.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Проблема вивчення ефективності злиттів і поглинань, загалом, та досягнення синергічного ефекту, зокрема, є надзвичайно цікавою як для практиків, так і для теоретиків. Однак вона є недостатньо висвітленою у вітчизняних наукових та практичних джерелах.

У міжнародній теорії та практиці інтеграційних процесів склалося декілька підходів до визначення мотиваційної бази інтеграційних процесів. Основна теорія, яка пояснює причини проведення інтеграційних процесів, полягає у виникненні синергічного ефекту внаслідок здійснення інтеграції та подальшої спільної діяльності [4].

У межах синергетичної теорії часто виділяють такі мотиви, як операційні і фінансові стратегії. Інша інтерпретація синергетичної теорії передбачає, що мотивами є, з одного боку, підвищення вартості учасників процесу за рахунок ефективнішого управління і ліквідації дублюючих функцій (як наслідок зниження витрат), а з другого – збільшення учасників, які отримують економію на витратах, що сприяє залученню додаткових інвестиційних ресурсів та підвищує капіталізацію.

Однак питанням ефективності угод із злиття та поглинання і забезпечення очікуваного синергічного ефекту уваги приділено явно недостатньо. Необхідно зазначити, що практично не існує єдиного цілісного джерела, де були би висвітлені основні аспекти та процеси, пов'язані із ефективністю процесів злиття та поглинання. У більшості практичних посібників цим питанням приділено увагу лише фрагментарно.

Постановка цілей

Проаналізувати основні підходи до трактування поняття “синергія” при злиттях і поглинаннях компаній, оцінити форми та джерела забезпечення синергії, проаналізувати шляхи забезпечення синергії на вітчизняному ринку злиттів та поглинань, визначити причини невдач та відсутності синергії у вітчизняній практиці.

Виклад основного матеріалу

Основним принципом, який є в основі теорії менеджменту, є синергія – спільна діяльність двох чи більше об'єктів, внаслідок якої створюється ефект/результат від їх взаємодії в доповнення до результатів, які отримуються кожним окремо. Концепція синергії використовується як для обґрунтування необхідності об'єднання компаній, так і для аналізу фінансової спроможності цього процесу. У межах класичної синергічної теорії ринку корпоративного контролю інтеграція породжує синергію у вигляді додаткової вартості інтегрованого учасника. Як наслідок, Вартість інтегрованого учасника $AB > \text{Вартість } A + \text{Вартість } B$, а в іншій інтерпретації $1 + 1 > 2$ [4].

Фахівці консалтингової групи McKinsey розглядають синергію як здатність створити вартість вищу, ніж самостійна вартість поглинутого об'єкта за рахунок використання активів обох компаній. На їхню думку, вартість угоди безпосередньо залежить від того, як продавець і покупець оцінюють синергічні ефекти. Вартість, яку можуть створити синергічні ефекти, визначається на основі порівняння внутрішніх можливостей компанії та кандидатів на злиття чи поглинання [5].

“Синергія” – один із найпоширеніших термінів у лексиці українських і російських топ-менеджерів. Саме цим поняттям вони пояснюють необхідність угод М&А. Справді, згідно з теорією синергії, що виникає після злиття, здатна виявлятися практично в усіх сферах життєдіяльності компаній, починаючи з економії на сировині й закінчуючи залученням дешевого позикового капіталу. В якості основних джерел синергічного ефекту переважно розглядаються:

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

З метою проведення фінансового аналізу угоди злиття/поглинання ефекти синергії можна розділити на два види: операційні синергії та фінансові синергії. І в першому, і в другому випадку йдеться про помножений, непропорційний ефект, який виникає внаслідок комбінування ресурсів.

Операційна синергія охоплює економію на масштабах випуску продукції, економію на гнучкості та можливості зростання (табл. 1). Вона опирається не стільки на матеріальні ресурси компаній, які об'єднуються, скільки на управлінські здібності команди, корінні компетенції учасників об'єднання, які дозволяють їм досягати успіхів у конкуренції.

Таблиця 1

Форми операційної синергії [6, 54]

Економія на масштабі	Економія на гнучкості	Можливості зростання
Зростання продуктивності за рахунок спеціалізації	Гнучкість мереж товаропросування	Швидкість розширення ринку
Зниження постійних витрат на одиницю продукції за рахунок їх розподілу	Щільність охоплення споживачів	Створення/укріплення ринку
Повніше використання потужностей	Гнучкість досліджень ринку	Швидкість освоєння/створення технології
Зростання коефіцієнту “виторг/потенційний виторг”	Гнучкість управлінської команди	Швидкість створення нових продуктів Укріплення/створення ринкової влади

Операційна синергія першого виду веде до збільшення ефективності поточних операцій, зниження прямих та непрямих витрат на різних етапах створення і просування продукту до клієнта.

Операційна синергія другого виду дозволяє уникнути нових інвестицій: в розвиток збутової мережі компанії, її ринкові дослідження, просування продуктів, у розвиток персоналу та управлінської команди.

Операційна синергія третього виду примушує аналітиків ставити питання про те, наскільки швидко компанія почне виконувати конкретні завдання зростання після об'єднання. Така синергія виражається в пришвидшенні руху компанії по стратегічній траєкторії.

При проведенні фінансового аналізу угод злиття/поглинання фінансова синергія описує вплив покупки контролю на інвестиційні ризики об'єднаної компанії. Дві найістотніші складові інвестиційних ризиків – це діловий (комерційний) ризик та фінансовий ризик (ймовірність неплатежу) (табл. 2).

Таблиця 2

Форми фінансової синергії [6, 55]

Зниження ділового ризику	Зниження фінансового ризику
Зниження коливань витрат, потоків грошових ресурсів	Покращення покриття зобов'язань
Продуктова і територіальна диверсифікація	Зростання кредитоспроможності та полегшення доступу до капіталу
Диверсифікація клієнтських сегментів	Створення чи розширення внутрішнього ринку капіталу

На цьому етапі аналізу необхідно поставити питання про можливі сприятливі зміни фінансових результатів компанії в плані досягнення більшої стійкості та стабільності. Пом'якшення впливу чинників ділового ризику повинно виражатися у зниженні розмаху коливань надходження від продажу товарів і послуг клієнтам, стабілізації потоків грошових ресурсів від операцій компанії, а також в більш плавному руху потоків грошових ресурсів у майбутньому.

Друга складова інвестиційних ризиків – невизначеність виконання зобов'язань по займаному капіталу перед кредитором. Об'єднання компаній може зробити внесок у закріплення платоспроможності, істотно покращити покриття виплат по залучених ресурсах за рахунок додаткових потоків грошових коштів. Зрештою фінансова синергія повинна призвести до зниження витрат на капітал компанії, здешевити його залучення як по лінії кредитних ресурсів, так і по лінії власних.

Аналіз ефектів синергії відбувається як з якісної, так і з кількісної точок зору.

Кількісний аналіз синергії можна розрахувати за формулою (рис. 1).

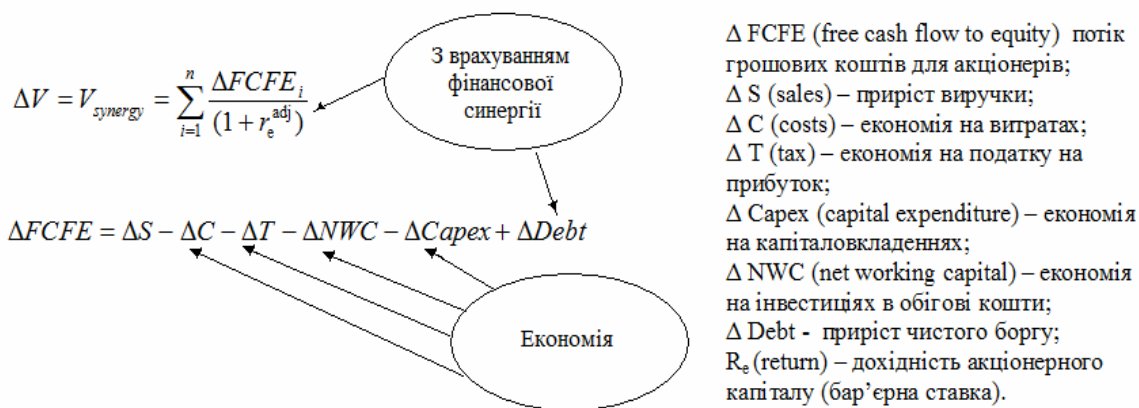


Рис. 1. Розрахунок синергії [7, 10]

У цій формулі присутній показник зміни чистого боргу за рік. Він відображає результуючі виплати на адресу кредиторів і охоплює витрати на виплату відсотків по боргах та погашення основної суми боргу в розрахунку на рік, а також приріст залученого довгострокового капіталу у відповідному періоді. Це означає полегшення доступу до фінансових ресурсів.

Якісний аналіз передбачає створення так званого “переліку замовлень” на ефекти синергії. Для цього спочатку виділяють основні сфери, в яких стратегічний інвестор може отримати ці ефекти, визначити їх джерела та оцінити їх діапазон. Наступним кроком є виявлення і залишення у переліку потенційних причин виникнення синергії тільки найбільш ймовірних до цієї угоди. Для цього потрібно провести стратегічну оцінку можливостей кожної компанії, виявивши потенціал комбінування ресурсів (табл. 3).

На тлі рецесії всієї економіки України більшість угод проходять в трьох секторах – фінансовому, ритейл і девелопменті. Основний удар кризи припав на дані сектори, і активи в них знецінилися найбільшою

мірою. Проте на свій пік злиття і поглинання бізнесу в Україні ще не вийшли. Серед причин цього – завищеність вимог продавців при реальній низькій ринковій вартості активу, що продається.

Таблиця 3

Джерела та діапазон синергічного ефекту

Сфера	Джерела синергічного ефекту	Діапазон синергічного ефекту, %	База
Закупівлі	<ul style="list-style-type: none"> • ефект обсягу; • обмін кращим досвідом 	1,5–5	витрати на закупівлю матеріалів, обладнання, послуг
Логістика	<ul style="list-style-type: none"> • використання кращих умов; • оптимізація потоків; • зниження цін за перевезення 	1–10	витрати на логістику
Виробництво	<ul style="list-style-type: none"> • оптимізація завантаження потужностей; • обмін кращим досвідом 	1–5	собівартість продукції
Збут	<ul style="list-style-type: none"> • перехресні продажі; • уникнення конкуренції за єдиних покупців; • посилення позиції в переговорному процесі 	2–3	обсяг продаж
Інвестиції	<ul style="list-style-type: none"> • уникнення дублювання інвестиційних проектів 	?	сума залежить від дублюючих проектів
Персонал	<ul style="list-style-type: none"> • зниження кількості дублюючих функцій; • зниження кількості персоналу 	20–40	загальна чисельність персоналу
Фінанси	<ul style="list-style-type: none"> • зниження вартості капіталу 	0,5–3	вартість капіталу
Система управління	<ul style="list-style-type: none"> • підвищення сучасності та ефективності системи управління 	?	<ul style="list-style-type: none"> • чисельність управлінського персоналу; • удосконалення стратегічного планування; • застосування передового управлінського досвіду

Джерело: власне опрацювання на основі [6]

Основною ж причиною вузькості ринку M&A України є недостатність коштів для проведення угод. Більшість таких угод проводяться із залученням кредитних ресурсів, недостатність в яких і призводить власників до ідеї продажу активів. На думку експертів, коли кредитування операцій починає відроджуватися, а продавці "не встигають" повернути старі цінники, і відбувається більшість M&A-угод. Отже, пік злиття і поглинань в Україні варто очікувати "за півроку до завершення кризи".

Однак, навіть в незначній вітчизняній історії злиттів і поглинань можна знайти значну кількість прикладів, які призводили до отримання позитивного синергічного ефекту.

Так, доволі активно на ринку України працює швейцарська компанія Nestle. У 1998 р. вона придбала лідера вітчизняного кондитерського ринку фабрику "Світоч", у 2003 р. була куплена компанія "Волинь-холдинг" (ТМ "Торчин"), а в 2010 р. – ТОВ "Техноком" (ТМ "Мівіна"). Синергічний ефект від об'єднання цих компаній виражається у правильному розподілі зусиль. Керівництво компанії здійснюється з єдиного офісу (починаючи з розробки стратегії і закінчуючи поставками сировини та упакування), а тому фабрики можуть сконцентруватися лише на виробництві. Завдяки об'єднанню в українських компаній з'явилися джерела дешевшої сировини, зникли проблеми з обіговими коштами. У той же час Nestle змогла не тільки розширити асортиментну лінійку солодощів в Україні, але й вийти в лідери українського ринку соусів.

Ще одним прикладом є придбання американським концерном PepsiCo одного з лідерів вітчизняного ринку соків компанію "Сандора". Новий генеральний директор "Сандори" визначає синергію, яка отримана внаслідок угоди тим, що у PepsiCo з'явилася можливість зайняти лідируючі позиції в усіх категоріях напоїв в Україні, а для "Сандори" синергія виражається в придбанні потужних інвесторів, можливості працювати в новому ринковому сегменті, а також в отриманні прекрасного досвіду з діяльності системи Pepsi в інших країнах [8].

Для визначення значення оцінки величини ефекту синергії як найважливішого критерію відбору перспективних операцій M&A і виявлення проблем, з якими стикаються вітчизняні підприємства під час оцінювання цього ефекту, протягом 2008–2009 рр. було проведено анкетування двадцяти промислових підприємств, які брали участь в операціях зі злиття (поглинання).

За підсумками дослідження було виявлено, що більшість підприємств становлять список потенційних вигод від злиття (поглинання) компаній. Проте близько 75 % підприємств, які брали участь в операціях

M&A, не оцінюють величину ефекту синергії, що затрудняє ухвалення рішення про доцільність укладання подібних угод та оцінку їх ефективності.

Розрахунок величини очікуваних вигод від укладення угоди злиття (поглинання) компаній в 85 % випадків виявляється недостовірним (ефект синергії часто переоцінюється, що призводить до того, що організації, ґрунтуючись на завищених очікуваннях, переплачують за компанію-ціль під час укладення угоди). Проте, більшість підприємств так чи інакше намагалися виявити і оцінити окремі вигоди, які обіцяє укладення угоди з злиття (поглинання).

Для розкриття особливостей оцінки величини ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній була проаналізована частота прояву різноманітних форм ефекту синергії (рис. 2).

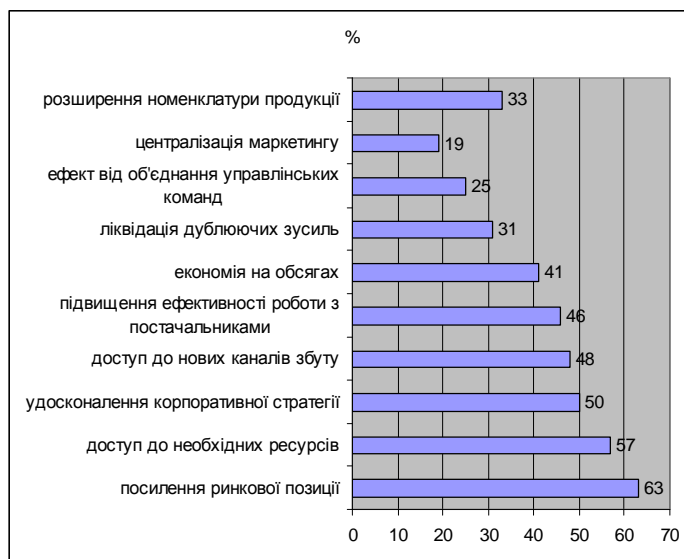


Рис. 2. Відсоток компаній, які досягли даної форми синергії від злиття (поглинання)

Джерело: власне опрацювання

Як свідчать дані дослідження, серед видів синергії, які проявляються у разі укладення угод злиттів і поглинань вітчизняних промислових підприємств, найчастіше присутня така форма синергії, як посилення ринкової позиції. Серед головних виділяються такі форми синергії, як доступ до необхідних ресурсів (матеріальних, сировинних, інвестиційних), удосконалення корпоративної стратегії (зокрема і за рахунок отримання передового управлінського досвіду), доступ до нових каналів збуту та підвищення ефективності в роботі з постачальниками.

Однак дуже часто запланованої синергії досягти не вдається. Переведення новоствореної компанії на єдину адміністративну систему і стандарти фінансового обліку, впровадження єдиного стандарту якості продуктової лінійки або бренду, а також придбання разом із компанією її клієнтів не завжди підвищують фінансові показники бізнесу, що пройшов M&A. Причин кілька.

Наприклад, ще на етапі переговорів учасники угоди можуть передбачати такі синергічні ефекти, яких M&A не дає в принципі. Неправильна оцінка вигод угоди – один з прикладів короткозорості менеджменту, який ухвалює рішення щодо поглинання та втілює його в життя.

Тотальна реструктуризація бізнесу – ще одна проблема, з якою стикається власник після M&A. Перебудова, наприклад, фінансового обліку відповідно до стандартів, прийнятих у головному офісі, може надовго вибити компанію з колії. Тим більше, що доводиться не лише переводити на єдині стандарти фінансову документацію, а й навчати працівників нових правил, здійснювати їх ротацію та шукати нових фахівців. Після злиття часто змінюються і процедури закупівлі сировини, тендерів, контролю та обліку товарів.

Проблеми часто виникають через негативне ставлення ринку до укрупненого гравця. Зміна структури власності, особливо при поглинанні, може призвести до погіршення сприйняття бренду споживачами і, як наслідок, до скорочення продажу.

Серйозна проблема для власників – різниця в корпоративній культурі злитих компаній. Різниця в бізнес-менталітеті – це та проблема, з якої випливають усі інші проблеми бізнесу після M&A. Українцям часом непросто опанувати навіть російську корпоративну культуру, не кажучи вже про стандарти, запроваджені в компаніях з розвинених країн.

Висновки

Результати проведених досліджень та світова практика свідчать, що активність на українському ринку злиттів та поглинань є досить великою. При цьому необхідно зазначити, що під час проведення трансформаційних перетворень допускається доволі багато помилок.

Як ми уже зазначали раніше, згідно з статистикою, здебільшого угоди не приносять компаніям очікуваного ефекту. Більшість керівників визнають, що об'єднання активів часто призводить не до зростання їх вартості, а навпаки – до зменшення. На думку фахівців, компаніям не вдається реалізувати потенціал синергій через відсутність належного досвіду, неготовність менеджерів до управління змінами в результаті злиття та відсутністю навичок керування великими проектами та програмами.

У багатьох вітчизняних компаніях не тільки не вимірюють ефект від управління синергією, але і при укладанні самої угоди оцінка джерел синергії або взагалі не здійснюється, або ж проводиться поверхнево. Найчастіше при об'єднанні розраховується не синергія, а прогнозна ринкова вартість компанії через певний проміжок часу після поглинання. А різниця з собівартістю такої операції і є заробітком, який багато компаній називають синергією. Тобто, в українських компаніях синергією називають будь-які досягнення після об'єднання, тоді як реальну синергію неможливо визначити за відсутності її розрахунків та оцінки.

Сьогодні жоден з методів оцінки ефекту синергії не відповідає потребам і очікуванням компаній, що беруть участь в операціях злиття (поглинання), а тому існує нагальна необхідність у вдосконаленні моделі оцінки ефекту синергії на основі використання різних методів, а також необхідна розробка методики з покроковим описанням процесу укладання угод М&А, яка б дала змогу компаніям відбирати для участі в злитті (поглинанні) тільки перспективні угоди.

Отже, питання прояву ефекту синергії від злиттів чи поглинань має стратегічний характер. Враховуючи те, що вже з другої половини 2010 року фахівці очікують пожвавлення ринку М&А, проблема забезпечення ефекту синергії набуде ще більшої актуальності.

Перспективи подальших досліджень

На наш погляд, подальші дослідження стосуватимуться детального аналізу підготовки, інтеграції та реалізації угоди злиття (поглинання). Також актуальним стане питання розробки рекомендацій стосовно побудови процесу досягнення ефекту синергії. На нашу думку, в цьому процесі ключовою буде проблема досягнення не фінансової чи операційної, а управлінської синергії від злиттів та поглинань.

1. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эванс, Д. Бишоп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с. 2. Эксперты: более 90% слияний и поглощений экономически неоправданны / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.maonline.ru/analitika-ta/4873.html>. 3. Merger and acquisition plans remain resilient for privately held businesses around the world / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.grantthorntonibos.com/Press-room/2009/mergers%20and%20acquisitions%202009.asp>. 4. Bradley M. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stakeholders of target and acquiring firms // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – 21. – Р. 3–40. 5. Газин Г. Наука поглощений / Газин Г., Манаков Д // *Вестник McKinsey*. – 2004. – № 2. 6. Лысенко Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений / Лысенко Д.В // *Аудит и финансовый анализ*. – 2008. – № 4. – С. 41–60. 7. Ивашкова И. Слияния и поглощения: ловушки роста / И. Ивашкова // *Корпоративное управление*. – 2009. – № 1. – С. 8–16. 8. Кокоба А. Необъяснимый сферк-эффект / А. Кокоба // *Инвестгазета*. – 2009. – № 10.