

УДК 331.101.68

БАДЕР ОМАР АХМАД ДАЛАЙН

ДВНЗ “Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана”

СИНЕРГЕТИЧНИЙ ЕФЕКТ ЕВОЛЮЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

***Мета.** Виявлення та аналіз існуючих теорій, причин і визначення факторів, що обґрунтовують доцільність синергетики злиття і поглинання підприємств, з наступним виділенням класифікаційних ознак мотивів і причин даних процесів.*

***Методика.** Для досягнення мети була використана модель оцінки чистого приведенного ефекту синергії від злиття та поглинання.*

***Результати.** Запропонований метод усуває недоліки розглянутих раніше методів оцінки ефекту синергії для еволюційного моделювання профічних відносин, що дозволяє точніше і об'єктивно врахувати і оцінити весь спектр вияву форм ефекту синергії (як кількісних, так і якісних) від злиття і поглинань компаній.*

***Наукова новизна.** Розглядається дослідження практичної методики аналізу ефективності злиття та поглинань з погляду максимізації вартості компанії методом дисконтованих майбутніх потоків.*

***Практична значимість.** Наявність універсальної методики оцінки ефекту синергії дозволяє ефективно управляти процесами злиття та поглинання, надає відповідь на питання про створення додаткової вартості, та допомагає ухвалювати рішення про здійснення M&A.*

***Ключові слова:** злиття, поглинання, M&A, синергетичний ефект, методи аналізу, ефективність M&A, моделі дисконтованого майбутнього потоку.*

Постановка проблеми. Процеси M&A є невід'ємною частиною розвитку як світової економіки, так і економіки України, про що свідчать щорічні темпи зростання угод на світових та українському ринках M&A. Злиття та поглинання підприємств у представленій методології дослідження питань розвитку економіки є інструментом її еволюційної самоорганізації, процесом з найбільшими проявами ефектів нелінійних взаємодій синергетичного ефекту. Втім, залишаються не дослідженими питання джерел, носіїв, інструментів синергізму M&A.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження суті, причин, мотивів процесів M&A є багатоаспектним і потребує узагальнення різних наукових точок зору. Питання мотивів і причин процесів M&A розглядають П.А. Гохан, Ю.В. Іванов, Т.В. Однороженко, Л.В. Рой, С.В. Савчук, Л.А. Скиданова [1-9] та інші.

Виклад основного матеріалу дослідження. Стратегічним фактором успіху компанії на внутрішньому і зовнішньому ринках є збільшення її ринкової вартості, що здійснюється через фінансування, як за рахунок власних і запозичених засобів так і за допомогою зовнішнього механізму злиття та поглинання M&A (англ. Mergers & Acquisitions) з іншою компанією. Така інтеграція є одним з найпоширеніших шляхів розвитку, який використовують у наш час більшість компаній, навіть з числа найуспішніших. Цей процес в сучасних умовах стає явищем звичайним, практично повсякденним.

Одним з основних мотивів М&А є прагнення отримати синергетичний ефект. Розуміючи під цим здатність створювати вартість, яка перевищує сепаративну вартість компанії, що поглинається, за рахунок використання активів обох компаній, зазначимо, що на практиці розрізняють операційні та фінансові синергії. До операційних відносяться синергії, які дозволяють фірмам збільшувати власний операційний дохід, підвищувати темпи зростання чи досягати того та іншого одночасно. Фінансовими називають ефекти синергії, в результаті яких винагорода набуває форми зростання грошових потоків чи зниження вартості капіталу (ставки дисконтування).

Отже, кожне злиття повинне оцінюватися у світлі ймовірності досягнення синергетичних ефектів. Сьогодні існує необхідність розробки комплексного методу оцінки ефекту синергії, що враховує всі аспекти операцій еволюційного моделювання трофічних відносин М&А «господарюючий суб'єкт — потенційний конкурент». Для досягнення поставленої мети слід розглянути можливість застосування в оцінці традиційно використовуваних вартісних підходів – ринкового, витратного і прибуткового.

За допомогою ринкового підходу ефект синергії можна оцінити на основі прогнозованих значень приросту курсової вартості акцій об'єднаних компаній. Синергія означає перемогу над очікуваннями, що склалися: якщо вона можлива з погляду інвесторів, то після оголошення про об'єднання акції майбутніх партнерів повинні вирости в ціні.

Не буває двох абсолютно ідентичного злиття, тому в розрахунках використовуються усереднені ринкові мультиплікатори, до того ж порівняльний підхід не дозволяє виявити всі потенційні джерела синергії. Тому, на наш погляд, на основі даного підходу можна набути лише приблизного значення ефекту синергії.

В деяких випадках ефект синергії оцінюється на основі витратного підходу як збільшення вартості майнового комплексу у міру його комплектування створюваними або набуваючими матеріальними і нематеріальними активами до виникнення здатності випускати рентабельну продукцію, що має попит.

Синергетичний ефект в цьому випадку виявляється в нарощуванні вартості активів. На наш погляд, даний підхід до оцінки ефекту синергії дозволяє врахувати (і те частково) лише одну форму його прояву - операційну синергію. До того ж, як відзначає Е. С. Федорова [9], часто купляється бізнес, а не набір активів, отже, витратний підхід має обмежене застосування, оскільки не враховуються нематеріальні активи, властиві бізнесу в цілому і відсутні у кожного індивідуального активу. Тому ефект синергії, оцінений на основі даного підходу, може виявитися значно заниженим.

Найчастіше в практиці оцінки використовуються методи **прибуткового** підходу (DCF), синергії, що враховують прояв ефекту, як приріст грошових потоків (DCF), що дисконтуються, для акціонерів. Аналіз ефектів синергії проводиться з якісною і з кількісної сторони. Якісний аналіз як би створює «список заявок» на ефекти. Надалі, конкретизуючи угоду, відбирає найбільш вірогідні причини їх виникнення.

При кількісній оцінці ж визначаються прогнозні прирости наступних параметрів: зростання виручки за рахунок збільшення об'єму продажів, поліпшення якості продукції або посилення конкурентної позиції компанії. Береться до уваги також зниження витрат і прискорення зростання продажів за рахунок економії на масштабах випуску і нових можливостей зростання.

З урахуванням вищевикладеного, представляється доцільним використовувати як модель оцінки ефекту синергії від догод M&A - модель дисконтування грошових потоків. Отже, достовірніше величину ефекту синергії можна розрахувати на основі показника «чистий приведений ефект синергії M&A» (NPVS – netpresentvaluesynergies). Аналіз ефективності злиття проводиться побудовою моделі дисконтованого майбутнього потоку.

З урахуванням вищевикладеного нам представляється доцільним використовувати як базову модель оцінки ефекту синергії від M&A компаній модель дисконтування грошових потоків, запропоновану І. Івашковської [6] (як найбільш ефективну, в порівнянні з іншими, в даний час), яка дозволяє усунути низку перерахованих вище недоліків інших моделей, проте в дану модель необхідно ввести додаткові змінні:

Пропонована формула розрахунку виглядає таким чином:

$$NPVS = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCFE_i}{(1+r_e)^i} - P - E;$$

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex \pm \Delta L + \Delta Debt - \Delta I,$$

Де: *NPVS* (*Net present value synergies*) - чистий приведений ефект синергії;

ΔFCFE (*free cash flow to the equity holders*) - потік грошових коштів для акціонерів;

ΔS (*sales*) - приріст виручки;

ΔC (*costs*) - економія на витратах; слід розглядати в розрізі окремих галузей з урахуванням так званого «списку заявок» на досягнення тих синергій, які з найбільшою ймовірністю виявляться у підприємств даної галузі;

ΔT (*tax*) - економія на податку на прибуток;

ΔNWC (*net working capital*) - економія на інвестиціях в оборотний капітал;

ΔCapex (*capital expenditure*) - економія на капіталовкладеннях;

$\pm \Delta L$ (*labor*) - приріст доходів (+) / економія на витратах (-) унаслідок об'єднання управлінських здібностей команди;

ΔDebt - зміна чистого боргу (з урахуванням фінансової синергії);

ΔI (*investment*) - додаткові інвестиції на реструктурування;

r_e (*return*) - прибутковість акціонерного капіталу (бар'єрна ставка);

P (*premium*) - премія, що виплачується при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети;

E (*expenses*) - витрати покупця в ході процесу поглинання.

Премія, що виплачується при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети *P* (*premium*), і витрати покупця в ході процесу поглинання *E* (*expenses*) розглядаються нами як одноразові, які покупець несе безпосередньо у момент укладення угоди, тому вони в пропонованій моделі не дисконтуються.

Ефект від прояву командного синергізму $\pm \Delta L$ (*labor*) розраховується як величина, на яку знизяться витрати (-L) по навчанню персоналу (розробка програми навчання, оплата послуг з навчання), а також як перетворені в грошовий еквівалент показники якості роботи персоналу (сума, на яку знизяться штрафи і пені, що нараховувалися раніше підприємству унаслідок помилок персоналу).

Враховуються і вигоди (+L), обумовлені використанням управлінських здібностей менеджерів об'єднаної компанії (управлінського «ноу-хау», оптимізації процесів бізнесу або перебудови структури компанії, внаслідок чого знизяться її витрати).

Оскільки цінність знань співробітників для компанії полягає в можливості їх застосування, а значить, в результатах, яких можна добитися з їх допомогою, то можна встановити взаємозв'язок між зміною рівня знань співробітників і динамікою результативності їх роботи.

Висновки. Запропонований вище метод усуває недоліки розглянутих раніше методів оцінки ефекту синергії для еволюційного моделювання трофічних відносин M&A, зберігаючи їх переваги, дозволяє точніше і об'єктивно врахувати і оцінити весь спектр вияву форм ефекту синергії (як кількісних, так і якісних) від злиття і поглинання компаній і дає тим самим можливість відбирати і укладати лише ті угоди M&A, які будуть перспективними з погляду розвитку підприємства.

Список використаних джерел

1. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 741 с.
2. Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделения компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 244 с.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2004. – 576 с.
4. Криничанский К.В. Рынок слияний и поглощений как среда реализации функции стимулирования предпринимателей и менеджеров // Менеджмент в России и за рубежом.– 2007.– №3– С. 43 – 56.
5. Однороженко Т.В. Причины та мотиви процесу злиття та поглинання у банківському секторі // Вісник Хмельницького національного університету.–2011.– №1. – С. 103 – 105.
6. Рой Л.В. История влияния и поглощений американских компаний // США. Канада: Экономика. Политика. Культура: Научный и общественно-политический журнал.– 2006.– №2(434). – С. 104 – 118.
7. Савчук С.В. Слияние и поглощение компаний в мировой практике (Анализ мотивов и результатов): Дис. канд. экон. наук: 08.00.14. – М., 2002. – 167 с.
8. Фёдорова Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Финансовый менеджмент. –2006. – № 6.– С. 46 – 55.

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ ЭВОЛЮЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

БАДЕР ОМАР АХМАД ДАЛАЙИН

ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана»

Цель. Выявление и анализ существующих теорий, причин и определения факторов, что обуславливают целесообразность синергии слияния и поглощения предприятий, со следующим выделением классификационных признаков мотивов и причин данных процессов.

Методика. Для достижения цели была использованная модель оценки чистого приведенного эффекта синергии от слияния и поглощения.

Результаты. Предложенный метод устраняет недостатки рассмотренных методов оценки эффекта синергии для эволюционного моделирования трофических отношений, что позволяет точнее и объективно учесть и оценить весь спектр проявления форм эффекта синергии (как количественных, так и качественных) от слияния и поглощений компаний.

Научная новизна. Рассматривается разработка практической методики анализа эффективности слияний и поглощений с точки зрения максимизации стоимости компании методом дисконтированных будущих потоков.

Практическая значимость. Наличие универсальной методики оценки эффекта синергии позволяет эффективно управлять процессами слияния и поглощения, предоставляет ответ на вопрос о создании дополнительной стоимости, и помогает принимать решение об осуществлении M&A.

Ключевые слова: слияние, поглощение M&A, синергетический эффект, методы анализа, эффективность M&A, модели дисконтированного будущего потока.

SYNERGETICS EFFECT OF EVOLUTIONAL PROCESSES OF MERGERS AND ACQUISITIONS

BADER OMAR AHMAD DALAYEEN

Kyiv National Economics University named after Vadym Hetman

Purpose. Identification and analysis of existing theories of the causes and determine the factors that cause the feasibility of synergy mergers and acquisitions, with the next release of classifications motives and reasons for these processes.

Methodology. To achieve the objective evaluation model was used net present synergies from mergers and acquisitions.

Findings. The proposed method overcomes the disadvantages of the methods considered for the evaluation of the synergies of evolutionary modeling of trophic relationships that accurately and objectively consider and assess the whole range of forms of manifestation of synergies (both quantitative and qualitative) of mergers and acquisitions.

Originality We consider the development of practical methods of analysis of the effectiveness of mergers and acquisitions in terms of maximizing the value of the discounted future cash flows.

Practical value. The presence of a universal methodology for assessing synergy to efficiently manage the process of mergers and acquisitions, provides the answer to the question of the creation of added value, and helps to make a decision on the implementation of M&A.

Keywords: merger, acquisition M&A, a synergistic effect, methods of analysis, the effectiveness of M&A, discounted future stream.