

К.М. АФАНАСЬЄВ*(Київський національний торговельно-економічний університет, м. Київ, Україна)***І.Г. ГАНЕЧКО***(Київський національний торговельно-економічний університет, м. Київ, Україна)*

Практичні аспекти оцінки синергічного ефекту від злиття та поглинання компаній

Для прийняття рішень щодо доцільності укладання угод злиття та поглинання (М&А) необхідно проводити оцінку синергічного ефекту. В статті акцентовано увагу на важливих питаннях практичного застосування методів оцінки, які нерідко залишаються поза увагою оцінювачів. Вказано на необхідність дослідження терміну дії синергічного ефекту та темпів його росту, а також на врахування термінальної вартості, яка очікується у постпрогнозний період. Визначено, що методи дохідного підходу є найбільш прийнятними для розрахунку вартості синергічного ефекту при різних варіантах інтегрованого бізнесу. Надано рекомендації щодо застосування різних ставок дисконтування під час оцінки грошових потоків, які генеруються різними видами синергічних ефектів.

Наведено приклад оцінки синергічного ефекту внаслідок скорочення витрат після укладання угоди М&А, розраховано показники ефективності операції. Обгрунтовано доцільність застосування агрегованого та неагрегованого підходів в оцінці ефектів синергії. Отримані результати дослідження дозволяють вирішити окремі задачі вартісної оцінки синергічних ефектів.

Ключові слова: синергічний ефект, оцінка, злиття, поглинання, М&А, дохідний підхід.

К.М. АФАНАСЬЄВ*(Киевский национальный торгово-экономический университет, г. Киев, Украина)***И.Г. ГАНЕЧКО***(Киевский национальный торгово-экономический университет, г. Киев, Украина)*

Практические аспекты оценки синергического эффекта от слияния и поглощения компаний

Для принятия решений о целесообразности заключения сделок слияния и поглощения (М&А) необходимо проводить оценку синергического эффекта. В статье акцентировано внимание на важных вопросах практического применения методов оценки, которые нередко остаются вне внимания оценщиков. Указано на необходимость исследования срока действия синергического эффекта и темпов его роста, а также на учет терминальной стоимости, ожидаемой в постпрогнозный период. Определено, что методы доходного подхода являются наиболее приемлемыми для расчета стоимости синергического эффекта при различных вариантах интегрированного бизнеса. Даны рекомендации по применению различных ставок дисконтирования при оценке денежных потоков, генерируемых различными видами синергических эффектов.

Приведен пример оценки синергического эффекта в результате сокращения расходов после заключения сделки М&А, рассчитаны показатели эффективности операции. Обоснована целесообразность применения агрегированного и не агрегированного подходов в оценке эффектов синергии. Полученные результаты исследования позволяют решить отдельные задачи стоимостной оценки синергических эффектов.

Ключевые слова: синергический эффект, оценка, слияния, поглощения, М&А, доходный подход.

Practical Aspects of Assessment of the Synergistic Effect of Mergers & Acquisitions of Companies

To make decisions regarding the advisability of agreements on mergers and acquisitions (M&A) it is necessary to assess synergistic effect. The paper emphasis on the important issues of practical application of evaluation methods, which are often left unconsidered by the appraisers. Indicated is the necessity of research of duration of the synergistic effect and the rate of its growth, as well as consideration of the terminal value, which is expected in post-forecast period. It is determined that the methods of the income approach are the most appropriate for calculating the cost of a synergistic effect with different versions of the integrated business. Provided are recommendations on the use of different discount rates when estimating future cash flows generated by different types of synergistic effects.

The article features an example of assessing synergistic effect due to spending cuts after the M&A transaction, calculation of indicators of effectiveness of the transaction. Founded is the expediency of the use of aggregated and non-aggregated approaches in assessing the synergy. The results of research can solve some problems in the evaluation of synergistic effects.

Keywords: synergistic effect, evaluation, mergers, acquisitions, M&A, income approach.

Постановка проблеми. На сучасному етапі економічного розвитку, який характеризується нестабільністю умов функціонування, компанії, які опинилися в скрутному становищі, нерідко стоять перед вибором: почати процес злиття чи поглинання та інвестувати кошти в новий проект (за умови появи нових інвестиційних можливостей), чи очікувати стабілізації.

Відповідь на питання щодо доцільності угод М&А може дати оцінка синергічного ефекту від операції, яка є одним із основних елементів стратегії в сфері М&А. Це пов'язано з тим, що, по-перше, оцінка синергічного ефекту та потенційної вартості придбання перспективних для злиття компаній є визначальним фактором економічної доцільності укладання угоди М&А. По-друге, оцінка синергічного ефекту є невід'ємною складовою стратегічного управління інтегрованим бізнесом, вона дозволяє зробити висновки для подальшої реалізації прийнятої в компанії фінансової стратегії розвитку.

Оскільки кожна угода М&А повинна оцінюватися з точки зору ймовірності досягнення синергічних ефектів, існує необхідність розробки методів їх оцінки та аналізу можливостей використання традиційних оціночних підходів (дохідного, витратного, ринкового).

Як свідчить **аналіз останніх досліджень і публікацій**, сьогодні поширені різні підходи до вирішення проблеми визначення методики оцінки ефективності синергічного ефекту внаслідок злиття та поглинання. Переважна більшість авторів вважає, що оцінка ефекту синергії може бути визначена кількісно, серед них І. Ансофф [1], С. Валдайцев [2], А. Грязнова, М. Федотова [3], А. Дамодаран [4], Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Муррін [6], О. Мендрул

[7], Ф. Еванс, Д. Бішоп [9] та інші, проте невіршеними залишаються окремі питання практичного застосування вартісних методів оцінки синергічних ефектів.

Метою статті є роз'яснення окремих питань вартісної оцінки синергічного ефекту від злиття та поглинання компаній.

Виклад основного матеріалу дослідження. Політична та економічна ситуація, яка склалася в Україні на даний час, двояко впливає на ринок злиттів та поглинань компаній. З одного боку, значну частину проектів в очікуванні покращення ситуації відкладено на невизначений час, в першу чергу, це стосується іноземних компаній. З іншого боку, в таких умовах власники змушені позбуватися збиткового бізнесу, непрофільних та таких, що простоюють активів, концентруючи ресурси на своїх найбільш сильних напрямках. Процеси М&А тривають у традиційних для України сферах: банківській та фінансовій. Присутні на ринку підприємства скуповують менш успішних конкурентів, отримуючи переваги інтеграції. В 2013 році власники українських компаній продали активів на \$ 6–8 млрд. Угоди М&А стосувалися переважно компаній в сфері медіа- та телекомунікацій, а також енергетичних компаній; за десять місяців 2013 року в Україні відбулося понад 100 угод, їх загальна вартість перевищила \$ 6 млрд. Для порівняння: в 2012 році обсяг вітчизняного ринку злиттів і поглинань ледь дотягнув до \$ 2 млрд., а транзакцій було всього півсотні [5].

Основними перевагами укладання угод М&А є виникнення економії на витратах та поява переваги в доходах. Відповідно, існує два основних способи визначення синергічного ефекту.

1) Оцінка економії витрат за умови спільного ведення операцій при даному рівні доходів.

2) Оцінка приросту прибутку при даному рівні інвестицій.

Проблеми, які виникають при оцінці синергічного ефекту від злиття та поглинання компаній змушують аналітиків вирішувати питання щодо можливості застосування класичних підходів оцінки. Переваги та недоліки використання методів витратного (майнового), дохідного та ринкового підходів розглядалися багатьма авторами. Переважна більшість вважає доцільним застосовувати методи дохідного підходу. Крім того, дохідний підхід є основним в міжнародній практиці оцінки ефекту синергії, оскільки дозволяє врахувати всі аспекти угод M&A.

Методологія дохідного підходу базується на загально визнаній економічній теорії зміни вартості грошей у часі. Цей підхід дозволяє розраховувати вартість при різних варіантах стратегічного розвитку інтегрованого бізнесу. В рамках дохідного підходу виокремлюють два основні методи:

1) дисконтування грошових потоків (дисконтування *cash-flow*);

2) визначення капіталізованої вартості доходів.

При цьому враховується ефект синергії як приріст грошових потоків. Дані про склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку, натомість використовується інформація про здатність активів генерувати доходи.

Зупинимося на окремих важливих моментах, які аналітики часто ігнорують під час оцінки синергічного ефекту від злиття та поглинання компаній. В першу чергу, вартісна оцінка вимагає всебічного дослідження діяльності компанії (процедури *due diligence*¹). Зазначимо, що від світових українські угоди відрізняються обсягом витрат на *due diligence*. На Заході *due diligence* переважно використовується для оцінки ефективності інвестицій. В Україні через непрозорість діяльності більшості підприємств зростають витрати на правову оцінку, а також на технічний та технологічний аудит основних засобів. Після проведення процедури *due diligence* можна прогнозувати грошові потоки інтегрованого бізнесу, які підлягають дисконтуванню. Як відомо, ставка дисконту повинна відповідати рівню ризику цього грошового потоку для отримання його поточної вартості. Очевидним є те, що різні грошові потоки, отримані в результаті синергії, відрізняються мірою ризику, тому в

практиці оцінки необхідно використовувати різні ставки дисконтування.

Теорія оцінки вартості бізнесу не надає деталізованих пропозицій про те, яку саме ставку дисконтування необхідно використовувати під час оцінки грошових потоків, які генеруються різними видами синергічних ефектів, хоча різниця в ступені ризику може бути достатньо суттєвою. На думку фахівців, при оцінці синергічних ефектів від угод M&A, потрібно починати з визначення середньозваженої вартості капіталу, якщо проводиться оцінка підприємства, або з вартості власного капіталу, якщо визначається грошовий потік від власного капіталу. В подальшому необхідно відповідно до ступеню ризику скоригувати ставки дисконтування. На нашу думку, ставки дисконтування можуть визначатися наступним чином:

- грошові потоки від продажу надійних (ліквідних) активів повинні бути дисконтовані за безризиковою ставкою. Це стосується продажу залишкових запасів сировини та матеріалів на ліквідному ринку з котируемими цінами;

- грошові потоки, які змінюються відповідно до зміни показника прибутку до вирахування процентів та сплати податків - EBIT (*Earnings Before Interest Tax*), можуть бути дисконтовані за ставкою вартості боргу;

- потоки грошових коштів, які мають такий самий рівень ризику, як вільні грошові потоки підприємства, можуть бути дисконтовані за ставкою середньозваженої вартості капіталу (WACC);

- для дисконтування грошових потоків, які пов'язані із виплатою дивідендів, викупом акцій, в якості ставки дисконтування може бути використана вартість власного капіталу компанії;

- спекулятивні грошові потоки, а також інвестиції венчурного капіталу необхідно дисконтувати за ставкою дохідності, очікуваною венчурними інвесторами.

Більшість синергічних ефектів оцінюється, виходячи з однорічного прогнозу, але на практиці ці ефекти (у витратах, податках, доходах) можуть продовжуватися достатньо тривалий час, тому під час оцінки потрібно охопити весь очікуваний життєвий цикл ефектів. Тривалість синергічного ефекту потребує окремого дослідження, так як і темп росту даного ефекту. Розширений життєвий цикл синергічного ефекту вимагає визначення термінальної вартості (вартості реверсії - згідно Національних стандартів оцінки), тобто сукупної теперішньої вартості нескінченного вільного грошового потоку підприємства, що очікується у постпрогнозний період [5]. Дана вартість часто ігнорується оцінювачами або робиться припущення про те, вона дорівнює нулю. Такий ефект, як економія на витратах, може підтримуватися на постійному рівні до нескінченості, тому визначення вартості реверсії є необхідною умовою оцінки ефекту синергії. Термінальна вартість може бути оцінена за моделлю довічної ренти.

¹ Дью дилідженс – (англ. *Due Diligence* – «забезпечення належної сумлінності», аббревіатура: **DueD, DDG**) – процедура формування об'єктивного уявлення про об'єкт інвестування, що включає у себе інвестиційні ризики, незалежну оцінку об'єкту інвестування, повне дослідження діяльності компанії, комплексну перевірку фінансового стану та положення на ринку. Зазвичай передують купівлі бізнесу, злиттю, підписанню контракту чи співробітництва. Загалом становить собою систему заходів, спрямованих на всебічну перевірку законності і комерційної привабливості планованої угоди, інвестиційного проекту.

Зазвичай операційні менеджери вважають, що синергійний ефект від скорочення витрат може бути визначений більш достовірно, ніж ефект від приросту доходів. Оскільки на практиці нерідко постає задача оцінити синергійний ефект внаслідок скорочення витрат після укладання угоди M&A, розглянемо порядок його визначення на прикладі.

Приклад: менеджери очікують, що економія на витратах до оподаткування (ставка податку – 18 %) буде становити 75 млн. грн. в перший рік в результаті укладання угоди про злиття двох компаній; 150 млн. грн. - в наступних роках, після цього економія на витратах буде зростати відповідно до темпу інфляції

в розмірі 5 %. Компанія-покупець інвестує 1000 млн. грн. і починаючи з третього року повинна витратити 6 % з метою підтримки запланованого рівня економії на витратах. З метою оптимізації окремі активи компанії будуть продані, генеруючи позитивний грошовий потік в розмірі 30 млн. грн. в перший рік, 25 млн. грн. та 15 млн. грн. відповідно в другому та третьому роках. Аналітики вважають, що економія на витратах є достатньо обґрунтованою та відображає ступінь ризику, що пов'язаний з варіацією показника EBIT. Відповідно, прийнято рішення дисконтувати грошові потоки компанії по вартості боргу в розмірі 12 %.

Таблиця 1

Синергійний ефект, пов'язаний з економією витрат, млн. грн.

№ з/п	Показники	Рік					
		0	1	2	3	4	5
1	Економія витрат до оподаткування		75	150	150	150	150
2	Очікувана ставка інфляції, %		5	5	5	5	5
3	Економія витрат до оподаткування		79	165	174	182	191
4	Витрати на сплату податку		(14)	(30)	(31)	(33)	(34)
5	Економія витрат після оподаткування		65	136	142	150	157
6	Інвестиції для підтримки економії витрат	(1000)			(10)	(11)	(11)
7	Продаж активів		30	25	15	-	-
8	Всього	(1000)	95	161	147	139	145
9	Термінальна вартість (реверсія)						2 182
10	Вільний грошовий потік (FCF)	(1000)	95	161	147	139	2328
11	Чиста приведена вартість грошового потоку від економії витрат	726					
12	Внутрішня ставка дохідності інвестицій, %	27					

Джерело: наведено умовні дані

В таблиці 1 наведені грошові потоки, які відображають економію на витратах та ефект від зменшення активів. В результаті дисконтування отримано теперішню вартість грошових потоків в розмірі 726 млн. грн. Внутрішня ставка дохідності складає 27 %. Більша частина вартості синергійного ефекту виникає з термінальної вартості.

Зазначимо, що насамперед необхідно адаптувати оцінку ефектів синергії відповідно до поточної проблеми, яка поставлена перед оцінювачем. Деякі фахівці вважають за потрібне включати ефекти синергії в оцінку всієї інтегрованої компанії (агрегований підхід), інші - оцінюють окремо вартість компанії та окремо вартість, яка виникає внаслідок синергійного ефекту. В результаті використання цих підходів, отримуємо оцінку вартості з ефектом синергії, оскільки існує базовий принцип: $X(A + B) = XA + XB$.

$$PV(CFa + CFs) = PV(CFa) + PV(CFs) \quad (1)$$

де PV - теперішня вартість;

CFa - грошовий потік, який генерує компанія;

CFs - грошовий потік, який створюється в результаті ефекту синергії.

Еквівалентність цих двох підходів дає можливість оцінювачу пристосувати один із підходів до вимог поточної ситуації. Неагрегований підхід може

застосовуватися, коли потрібно ізолювати ефекти синергії. Агрегований підхід застосовується в тому випадку, коли необхідно показати вплив ефекту синергії на загальні фінансові результати оцінюваної компанії.

Висновки. Проведене дослідження показало, що існуючі методи оцінки ефекту синергії не в повній мірі відповідають потребам і очікуванням компаній, які беруть участь в операціях злиття (поглинання), тому існує необхідність у вдосконаленні моделі оцінки ефекту синергії на основі використання різних методів.

Вартісна оцінка синергійного ефекту вимагає проведення процедури due diligence; на основі такого аналізу оцінювач може визначити тривалість синергійного ефекту та можливі темп його росту.

Використання методу дисконтування грошових потоків дозволяє визначати вартість за різних умов стратегічного розвитку інтегрованого бізнесу. При цьому ставки дисконтування для оцінки грошових потоків, які генеруються різними видами синергійних ефектів, повинні відповідати ступеню ризику конкретного грошового потоку. Наведений у статті приклад ілюструє порядок оцінки синергійного ефекту внаслідок скорочення витрат компанії після укладання угоди M&A.

Оцінка ефектів синергії повинна бути адаптована відповідно до поточної проблеми, яка поставлена перед оцінювачем: ефекти синергії можуть включатися в оцінку всієї інтегрованої компанії, або бути оціненими окремо від вартості компанії.

4 Список використаних джерел

1. *Ансофф И.* Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. - СПб.: Питер, 1999. – 416 с.
2. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса / С.В. Валдайцев. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. – 360 с.
3. *Грязнова А.Г., Федотова М.А.* Оценка бизнеса: учеб. / под. ред. А.Г. Грязновой, М.Е. Федотовой. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.
4. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.

5. Коментарі: злиття та поглинання 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua.comments.ua/money/216989-zlittya-ta-poglinannya-2013.html>.

6. *Коупленд Т.* Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Муррин; пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.

7. *Мендрул О.Г.* Управління вартістю підприємств: [монографія] / О.Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.

8. Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006>.

9. *Эванс Ф.Ч.* Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 331 с.