

УДК 330.142.21.042

Дмитро Горовий

Dmytro Gorovyi

**ПРОЯВИ СИНЕРГЕТИЧНОГО ТА АНЕРГЕТИЧНОГО ЕФЕКТУ  
ПРИ ФОРМУВАННІ ВІРТУАЛЬНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА  
ШЛЯХОМ УГОД ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ**

**THE DISPLAYS OF SYNERGETIC AND ANERGETIC EFFECT AT THE ENTERPRISE  
VIRTUAL CAPITAL FORMING BY MERGE AND ABSORPTION AGREEMENTS**

*Стаття присвячена визначенню синергетичного та анергетичного впливу від поєднання різних видів віртуального капіталу підприємств, яке може відбуватися внаслідок угод «злиття-поглинання». В роботі визначаються основні види синергій та анергій (антисинергій), які можуть вплинути на сукупну вартість віртуального капіталу. Наведений огляд математичного апарату визначення майбутньої вартості капіталу з врахуванням синергій та антисинергій.*

**Ключові слова:** віртуальний капітал, нематеріальні активи, синергія, синергетичний ефект, анти-синергетичний ефект, оцінка капіталу.

*The article is devoted to the determination of synergetic and anergetic influences of different kinds of virtual capital consolidation which can occur due to «Merge & Absorption» agreements. The principal forms of synergies and anergies (anti-synergies) which can affect to the aggregate value of the virtual capital are determined in the work. The review of mathematical apparatus of the future capital value determination considering synergies and anti-synergies is resulted.*

**Keywords:** virtual capital, non-material assets, synergy, synergetic effect, anti-synergetic effect, capital estimation.

**Постановка проблеми в загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями.** Незаперечним фактом економіки сьогодення є те, що не лише матеріальний але і нематеріальний (віртуальний) капітал займає все більшу частку у сукупній вартості підприємства. Проте принципово складним моментом при визначенні цієї вартості стає організація оцінки віртуального капіталу підприємства. Традиційні методи оцінки (наприклад, на основі собівартості) тут не спрацьовують, адже вартість інформації, витрат на створення торгової марки тощо, може бути набагато менше майбутніх вигод від їх використання.

У сучасній світовій практиці в основі обчислення віртуального капіталу лежить ланцюг створення цінності від використання такого капіталу (методи ринкової капіталізації, методи визначення прибутковості активів, точні вимірювальні системи, включений менеджер цінності, методи прямої оцінки інтелектуального капіталу, методи бальних оцінок тощо), адже всі процеси управління ним спрямовані на збільшення цінності підприємства, «а саме – ресурси віртуального капіталу часто складають основу конкурентних переваг підприємства» [1]. Проте, головною відмінністю оцінки віртуального капіталу від решти видів капіталу є те, що певний набір складників віртуального капіталу може вартувати більше ніж проста математична сума вартості кожного елемента по окремоті. Тобто, головною рисою віртуального капіталу підприємства є його синергізм – «властивість системи, яка полягає в тому, що при спільній взаємодії елементів (підсистем) забезпечується збільшення їхнього загального ефекту до величини більшої, ніж сума ефектів цих же елементів (підсистем), що діють незалежно один від одного» [2].

**Аналіз останніх досліджень і публікацій, виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття.** Так, у випадку з віртуальним капіталом доходи від спільного використання таких ресурсів перевищують суму доходів від використання тих же ресурсів окремо. Наприклад:

1. Потенційний синергізм проявляється при спільному використанні відомих брендів, одночасному проведенні рекламних кампаній тощо.

2. Злиття капіталів декількох підприємств для спільного рішення науково-технічних, комерційних, соціальних, виробничих і інших завдань. Спільне функціонування цих підприємств обумовлює

ефективне використання інвестицій для реалізації великомасштабних заходів, однаково вигідних всім підприємствам, але непосильних кожному з них окремо.

3. Спільне використання засобів праці (в т.ч. нематеріальних) декількома господарськими суб'єктами в рамках виробничої системи, у яку вони входять. Це дає можливість істотно скоротити змушені простой, а, відповідно, підвищити ефективність їх використання [2].

У Й. Рууса [1] синергія капіталу «може визначитися як взаємодія двох або більше ресурсів, що належать раніш незалежним організаціям, і призводять до більш сильного об'єднаного впливу на створення цінності і конкурентоспроможність, ніж сума їх самостійного впливу». Тобто за Й. Руусом саме об'єднання підприємств (їх активів) є запорукою синергетичного ефекту. Дійсно, новий нематеріальний актив (елемент віртуального капіталу) у складі підприємства може виникнути завдяки або цілеспрямованому придбанню саме такого активу (наприклад, купівля відомої торговельної марки), або завдяки злиттю з іншим підприємством, яке володіє цим активом, або завдяки купівлі підприємства з нематеріальним активом на його балансі.

Проте варто визначити, що сам по собі синергетичний ефект капіталу не є однорідним, отже необхідно провести класифікацію цих ефектів та визначити фактори, що їх спричиняють. Також зовсім неосвітленими у вітчизняній економічній літературі залишаються питання енергетичного (анти-синергетичного) ефекту, тобто зменшення реальної вартості капіталу при поєднанні різних його видів, які також можуть відбуватися внаслідок угод «злиття-поглинання».

**Формулювання цілей статті.** Метою статті є визначення типів синергетичного та анти-синергетичного ефекту, що можуть бути отримані при поєднанні несумісних або переоцінених видів віртуального капіталу.

**Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів.** На цей час розширення бізнесу шляхом злиття й поглинання в усьому світі є дуже актуальним.

Проте, між цими угодами існує суттєва різниця. Адже злиття – це об'єднання двох або більше господарських суб'єктів, у результаті якого утвориться нова економічна одиниця (нова юридична особа). Поглинання – це угода, здійснена з метою встановлення контролю над господарчим суб'єктом шляхом придбання більше ніж 30 % його статутного капіталу (акцій, часток). При цьому може зберігатися його юридична самостійність [3]. Як і злиття, поглинання націлені на синергію, тобто перевагу від об'єднання. Але поглинання завжди має на увазі викуп однієї компанії іншою компанією, а злиття – не завжди, тобто лише у випадку поглинання може бути спричинений реальний синергетичний ефект на всіх ринках, по всіх напрямках діяльності. Тоді як у випадку злиття при збереженні юридичної самостійності господарюючих суб'єктів реального поєднання капіталу не відбувається, а отже і не існує синергетичного ефекту, і не утворюється «додана вартість» віртуального капіталу.

Основні положення синергетичної теорії збільшення капіталу визначені в роботах М. Бредлі, А. Десаї і Е. Кіма [4], Е. Берковича та М. Нараяна [5]. Суть цієї теорії полягає в тому, що виникаюча при злитті нова компанія може використати широкий спектр переваг (синергій), які виникають внаслідок об'єднання компаній. Синергетична теорія ґрунтується на тому, що менеджери як компанії-ініціатора, так і компанії, що купується, діють в інтересах своїх акціонерів. Додатково, з точки зору віртуального капіталу, злиття підприємств можуть слугувати для підвищення ефективності управління активами одного з підприємств, диверсифікованості в інші види бізнесу, доповнення свого асортименту товарів тощо. За умови таких угод може виникнути три типи синергетичного ефекту при використанні віртуального капіталу. Види цих ефектів, їх прояви та світові приклади від їх використання наведені в табл. 1.

Проте важливо розуміти, що не кожне злиття або поглинання супроводжується позитивною синергією, а часто і навпаки – може виникнути від'ємний синергетичний – анергетичний ефект. Зрозуміло, багато чого залежить від суб'єктивних переваг і подань покупця. Проте, незаперечним є той факт, що при злиттях і поглинаннях синергія часто переоцінюється.

Такий ефект під назвою «Теорія гордині» (Hubris theory) поданий в роботах Р. Ролла [7], М. Дженсена та Р. Рубека [8]. На їх думку «злиття та поглинання не несуть у собі синергій, а якщо й несуть, то ці синергії переважно виявляються переоціненими», тобто, «збільшення вартості акцій корпорації – мети поглинання повністю або частково пояснюється простим переходом коштів від корпорації-покупця до корпорації – мети поглинання (це називається премією злиття), а не очікуваними синергіями від цього злиття» [7].

Таблиця 1

**Вплив різних типів синергетичного ефекту, що виникають при угодах «злиття-поглинання», на віртуальний капітал підприємства**

Тип ефекту	Прояви	Наслідки	Приклад	Пояснення прикладу
Автоматичні переваги	Виникають завдяки зменшенню трансакційних витрат	Збільшується сума віртуального капіталу та відбувається диверсифікація ринків та ризиків	Створення об'єднаної автомобільної корпорації Daimler Chrysler	Корпорація володіє торговими марками: Smart, Maybach, Mercedes-Benz (через Mercedes-Benz: Mitsubishi, Hyundai, Kia, Lotus, Proton), Chrysler (через Chrysler: Jeep, Dodge)
Ефект агломерації (сумісності)	Виникають при об'єднанні капіталу, який взаємодоповнює один одного	Сумісне використання різних видів віртуального капіталу	Спільне виробництво ноутбуків компаніями Fujitsu та Siemens	Об'єднання лише на ринку ноутбуків виробника електроніки Siemens та виробника жорстких дисків Fujitsu
Ефект подібності	Виникають у результаті накопичення подібного капіталу	Віртуальний капітал одного підприємства підсилює віртуальний капітал іншого	Спільне виробництво мобільних телефонів компаніями Sony та Ericsson	Об'єднання лише на ринку мобільних телефонів компаній, які обидві мали власні нароби у цій галузі

\* Створено автором за публікаціями [1, 4, 5, 6].

Так, у [6] підкреслюється, що угоди M&A, які «укладаються винятково з фінансових міркувань, максимально піддані ризику». Адже вони не враховують «ні цінності, ні ролі нематеріальних факторів, таких як практичні методи використання інформації й знання, моделі поведінки людей тощо». Дуже часто буває, що в новому (об'єднаному) підприємстві починається різкий спад саме від неправильного врахування поєднання віртуальних здобутків. Наприклад, відбуваються конфлікти через розбіжність у корпоративній культурі або правилах поведінки, неприйняття стилю нового керівництва, складу акціонерів тощо.

Види таких анти-синергетичних ефектів, їх прояви та світові приклади наведені в табл. 2.

Таблиця 2

**Вплив анти-синергетичних ефектів, що виникають при угодах «злиття-поглинання», на віртуальний капітал підприємства**

Тип ефекту	Прояви	Наслідки	Приклад	Пояснення прикладу
Переоцінка вартості	Виникають внаслідок завищеної вартості НМА, закладеної у фінансовій звітності	Реальна вартість капіталу об'єднаної компанії у дійсності виявляється меншою, ніж очіувалося	Купівля іноземними банками українських для створення власної мережі в Україні	Більшість українських дочірніх банків готові для продажу іншому інвестору
Надмірні очікування	Фірма-ініціатор покладає великі зусилля на нематеріальний здобуток фірми, що поглинається, реальна користь якого є незрозумілою	Готовність викласти великі гроші за ілюзорне «благо»	Купівля російською компанією «Вимпелком» українського мобільного оператора Mobi	Вихід з ринку з втраченою вкладених коштів, закриття ліцензії оператора
Несумісність поєднання	Злиття фірм з різною корпоративною культурою (цінностями, традиціями), недружнє поглинання	Неможливість застосування віртуального капіталу поглинутої фірми через протиріччя із вже існуючим капіталом фірми-ініціатора	Отримання ЗАЗ ліцензії на виробництво автомобілів Mercedes під наглядом німецького концерну Daimler-Benz	Відкликання ліцензії через низьку якість виробництва

\* Власна розробка автора.

Отже, можна зробити висновок, що поєднання віртуальних капіталів підприємств (у тому числі і через те, що об'єднуються через угоди злиття-поглинання), не завжди спричиняє лише позитивний синергетичний ефект, який до речі і не є однаковим за своєю суттю. В економіці існує багато прикладів зменшення сукупної вартості капіталу через анти-синергетичний ефект. Тобто, при поєднанні декількох різних видів віртуального капіталу їх сукупна вартість може бути більшою, або меншою.

$$\sum_{i=1}^n BK = BK_1 + BK_2 + \dots + BK_n + C, \quad (1)$$

де  $BK_i$  – вартість  $i$ -того виду віртуального капіталу;

$C$  – грошовий вплив синергетичного ефекту, який з математичної точки зору може мати як позитивне, так і негативне значення.

Проте, залишається відкритим питання оцінки нового капіталу підприємства, отриманого після надбання синергетичного ефекту, і виміру у грошовому еквіваленті самого ефекту.

Перший спосіб визначення вигід і витрат злиття був запропонований С. Майерсом ще в 1976 році [9]. Він стверджував, що економічні вигоди від злиття (тобто синергетичний ефект) можуть виникнути тільки за умови, що ринкова вартість підприємства, яке виникло в результаті злиття, вище, ніж сума ринкових вартостей підприємств, що його утворили. (Хоча, як зазначено вище, може мати місце і антисинергетичний ефект як зворотній бік одного й того ж самого явища).

Тоді економічні вигоди від злиття можна визначити як різницю між ринковою вартістю підприємства, що виникло в результаті злиття й сумою ринкових вартостей підприємств, у випадку, якщо вони не зливаються [10], тобто, економічні вигоди злиття можна знайти за формулою

$$E\phi = \Delta P = P_{AB} - (P_A + P_B), \quad (2)$$

де  $P_A$  – ринкова вартість підприємства А до злиття;

$P_B$  – ринкова вартість підприємства Б до злиття;

$P_{AB}$  – ринкова вартість підприємства, що виникла в результаті їхнього злиття.

Більшість сучасних практиків вважають завдання злиття як фінансовий проект, що означає, що з економічної точки зору немає принципових відмінностей між покупкою підприємства й покупкою активу. Виходячи з даного припущення, до поглинання можна застосовувати традиційні методи оцінки, як от метод дисконтування потоків коштів, який зазвичай і застосовують. Адже, як згадується у [10]: «Часто при оцінці угод злиття-поглинання виконується лише приблизний, наспіх зроблений аналіз майбутньої вартості грошового потоку, заснований на песимістичних прогнозах. Проте, він може виявитися корисним лише при визначенні того, чи буде злиття успішним, з огляду на безліч нюансів, пов'язаних із синергією, і залежність між майбутнім чистим прибутком і курсом акцій у відповідному секторі економіки».

А проводиться такий розрахунок лише тому, що «ці стандартні методи оцінки ефекту синергії (насамперед, метод дисконтованих грошових потоків) враховують прояв ефекту синергії як приріст дисконтованих грошових потоків для акціонерів (у результаті приросту виручки, економії на видатках, податку на прибуток, капіталовкладеннях, інвестиціях в обіговий капітал)» [11]. За такої умови безпосередньо синергетичний здобуток знаходиться за формулою, визначеною в [12]:

$$\Delta V = V_{\text{synergy}} = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCFE_i}{(1+r_e)^i}, \quad (3)$$

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex + \Delta Debt, \quad (4)$$

де  $\Delta FCFE$  (free cash flow to equity) – потік коштів для акціонерів;

$\Delta S$  (sales) – приріст виручки;

$\Delta C$  (costs) – економія на витратах;

$\Delta T$  (tax) – економія на податку на прибуток;

$\Delta NWC$  (net working capital) – економія на інвестиціях в обіговий капітал;

$\Delta Capex$  (capital expenditure) – економія на капіталовкладеннях;

$\Delta Debt$  – зміна чистого боргу (з урахуванням фінансової синергії);

$r_c$  (return) – прибутковість акціонерного капіталу (ставка дисконтування).

Проте, за такого підходу можна отримати лише ретроспективний результат, і неможливо виокремити саме прогнозований синергетичний здобуток на попередньому розгляді майбутньої угоди, оскільки, наприклад, з попередньої формули видно, що синергія одразу враховується і в потоці коштів для акціонерів, і в зміні чистого боргу. Тобто, необхідне використання більш складного, але й більш дієвого математичного апарату, який би врахував ці нюанси.

Оскільки при поєднанні капіталів (яке, в свою чергу, частіше відбувається при угодах злиття або поглинання) виникають певні невизначеності, за яких сукупний капітал підприємства може або сильно збільшитися, або зменшитися, або врешті-решт скласти просту математичну суму капіталів, що поєднуються, то з математичної точки зору необхідно використати апарат, який враховує як початкові умови, так і решту умов, що мають виникнути вже в процесі угоди.

Часто за невизначеність в сучасних економічних моделях «відповідає» вибір ставки дисконтування, адже «розрахунок ставки дисконту передуює оцінці ризиків, пов'язаних із вкладенням грошей у конкретний актив» [13].

Найпоширенішими методами з визначення ставки дисконтування грошового потоку є [14]:

- модель з оцінки капітальних активів (CAPM – Capital Asset Pricing Model);
- метод кумулятивної побудови;
- модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost Capital).

Однак головною метою угод злиття й поглинання все ж є те, що вони спрямовані на створення цінності й синергетичних переваг шляхом об'єднання матеріальних і нематеріальних активів і можливостей підприємств для того, щоб у майбутньому «створювати ринкову цінність шляхом введення нових продуктів і послуг, поліпшення репутації підприємства й збільшення частки на ринку» [6]. Основна проблема, пов'язана з визначенням цінності (вартості) підприємства, полягає у виявленні, оцінці й удосконаленні можливостей з управління інформацією, людьми та іншими складниками капіталу підприємства (в т.ч. і віртуального) як підприємства-покупця, так і підприємства-об'єкта поглинання. Для її вирішення необхідною є розробка методики правильної оцінки об'єданого підприємства (компанії), адже незважаючи на різні теорії головною метою будь-якої угоди «злиття-поглинання» є саме збільшення вартості об'єданого підприємства в тому числі і за рахунок об'єднання віртуальних капіталів.

**Висновки з дослідження і перспективи подальших розвідок у цьому напрямку.** Отже, можна зробити висновок, що поєднання віртуальних капіталів підприємств, що об'єднуються через угоди злиття-поглинання, не завжди спричиняє лише позитивний синергетичний ефект, який до речі не є однаковим з своєю суттю. В економіці існує багато прикладів зменшення сукупної вартості капіталу через анти-синергетичний ефект. Проте, імовірність розвитку цих подій досить складно обчислити та спрогнозувати майбутню сукупну вартість капіталу. Для цього пропонується використання математичного апарату багатокритеріальної оптимізації, як такого, що описує динаміку складних процесів, до яких можна віднести і економічні процеси поєднання капіталів.

#### Список використаної літератури

1. Руус Й. Интеллектуальный капитал. Практика управления / Й. Руус, С. Пайк, Л. Фернстрем – СПб. : Высшая школа менеджмента, Издательский дом Санкт-Петербургского государственного университета, 2008. – 436 с.
2. Синергизм – свойство системы: Marshal Group. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.marshal-group.com/sinergizm-svoystvo-sistemi.html>
3. Игнатишин Ю. Слияния и поглощения. Стратегия, тактика, финансы / Ю. Игнатишин – СПб. : Питер, 2005. – 208 с.
4. Bradley M. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? / М. Bradley., А. Desai, Е.Н. Kim // Journal of Financial Economics. – Vol 11, № 2 (1983) – Pp. 183–206.
5. Berkovitch E. Motives for Takeovers: An Empirical Investigation / E. Berkovitch, М.Р. Narayan // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – Vol. 28, № 3 (1993, September) – Pp. 347–362.
6. Моросини П. Управление комплексными слияниями : в помощь руководителю компании, использующей стратегии M&As / П. Моросини, У. Стеджер – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2005. – 304 с.

7. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers / R. Roll // Journal of Business. – Vol. 59, № 2, pt. 1 (April) 1986 – Pp. 197–216.
8. Jensen M. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence / M. Jensen, R.S. Ruback // Journal of Financial Economics, Vol. 11 № 1 (April) 1983 – Pp. 5–50.
9. Myers S.C. Introduction: A Framework for Evaluating Mergers / S.C. Myers // Modern Developments in Financial Management – Praeger Publishers, New York, 1976 – Pp. 633–645.
10. Роль синергии при оценке стоимости [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ecouniver.com/549-rol-sinergii-pri-ocenke-stoimosti.html>
11. Ищенко С. М. Оценка эффекта синергии как одного из факторов роста капитализации компании и благосостояния акционеров [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко. – Режим доступа: <http://koet.syktsu.ru/vestnik/2007/2007-3/10/10.htm>
12. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста / И. Ивашковская // Управление компанией. – 2004. – № 7. – С. 26–29.
13. Бутов Д. В. Оценка компании в целях слияния и поглощения [Электронный ресурс] / Д. В. Бутов. – Режим доступа: [http://www.profiz.ru/se/11\\_2011/ocenka\\_companii/](http://www.profiz.ru/se/11_2011/ocenka_companii/)
14. Тарасова О.В. Аналіз методів оцінки вартості компаній при злитті та поглинанні / О. В. Тарасова // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2012. – Вип. 1 (44). – С. 367–373.

*Стаття надійшла до редакції 30.04.2013.*

#### **Відомості про автора**

**Д. Горовий**, кандидат економічних наук, доцент, Харківський національний автомобільно-дорожній університет.