

В. Г. Балан,
к. ф.-м. н., доцент кафедри менеджменту інноваційної та інвестиційної діяльності,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка
О. М. Кичань,
аспірант кафедри менеджменту інноваційної та інвестиційної діяльності,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

МЕТОДИКА ОЦІНЮВАННЯ ПОТЕНЦІАЛУ СИНЕРГІЗМУ УГОД ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

V. Balan,
Candidate of Physical and Mathematical Sciences, docent Department of management of innovation and investment,
Kyiv Taras Shevchenko National University
O. Kychan,
Postgraduate Department management of innovation and investment, Kyiv Taras Shevchenko National University

METHODOLOGY OF ESTIMATION OF MERGERS AND ACQUISITIONS

У статті пропонується методика оцінювання потенціалу синергізму угод злиття та поглинання з урахуванням ендогенного та екзогенного аспектів діяльності підприємств.

The paper provides a methodology of estimation of synergy potential mergers and acquisitions taking into account the endogenous and exogenous aspects of the enterprise.

Ключові слова: злиття та поглинання, потенціал синергізму, внутрішній, потенціал синергізму, зовнішній потенціал синергізму.

Key words: mergers and acquisitions, synergies potential, internal synergies potential, external synergies potential.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Розвиток ринкового середовища, динамічний та турбулентний характер його функціонування потребують кардинальних змін форм організації суспільного господарства та зміну відносин власності. Однією із ефективних стратегій поведінки на ринку, реагування на зміни є реалізація інтеграційних процесів шляхом злиття та поглинання підприємств.

Але слід зазначити, що в останній час макроекономічні проблеми, в тому числі тривала криза євросони й загроза "фінансового обриву" в США, стримували компанії розвинених країн від укладання угод злиття і поглинання. У 2012 році цей вплив став причиною зниження активності угод злиття і поглинання навіть у багатьох країнах з перехідною економікою, де раніше спостерігався підвищений інтерес до таких операцій. У результаті обсяги угод М&А на світових ринках дещо зменшилися порівняно з попередніми періодами. Дійсно, згідно з дослідженням, проведеним компанією "Ернст енд Янг" у 2012 році, загальна вартість угод М&А знизилася на 47% — з рекордних 4,3 трильйонів доларів

США, зафіксованих у 2007 році, до 2,25 трильйонів доларів США, а їх кількість зменшилася на 21% — з 46 701 у 2007 році до 36 865 у 2012 році. Порівняно з попереднім роком у 2012 році угод стало менше на 12%, їх загальна вартість знизилася на 8%.

Кризові явища у світі негативно позначилися й на вартості угод українського ринку злиття і поглинання. Середня вартість бізнесів на ринку М&А в 2011 році становила 280 млн дол., а в 2012 — знизилася до 83 млн дол. Також збільшився розрив між заявленою вартістю угод та їх фактичною вартістю при закритті. Кількість угод також істотно скоротилася, що відображає загальносвітові тенденції. Що стосується характеру процесів інтеграції, то у зв'язку з високим ступенем концентрації власності в Україні, значна частина операцій зі злиття та поглинання здійснюється в рамках розширення, реструктуризації або диверсифікації діяльності потужних українських холдингів. Саме тому на сьогодні в Україні поглинання є більш поширеним способом зростання промислових груп, ніж злиття на паритетних умовах.

І все ж, незважаючи на негативні тенденції в економіках багатьох країн, операції щодо злиття і поглинання залишаються дієвим засобом протидії наслідкам світової фінансової кризи, потужним інструментом розвитку бізнесу, пошуку можливостей зростання та посилення конкурентоспроможності підприємств на ринку. Це зумовлює стійкий інтерес до даної проблеми науковців, експертів, фахівців консалтингових компаній, керівників підприємств. Особливу цікавість у цьому контексті становить проблема підвищення ефективності діяльності новостворених підприємств та забезпечення прогнозованих параметрів їх функціонування. Одним із основних аспектів, який береться до уваги аналітиками при здійсненні угод злиття чи поглинання, і який може забезпечити досягнення високої результативності діяльності інтегрованих підприємств, є вигоди, одержані на основі концепції синергізму.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідженням проблем злиття та поглинання, зокрема в контексті функціонування галузевих ринків, особливостей прояву та характерних рис дружніх та ворожих поглинань у корпоративному секторі присвячені роботи як іноземних вчених П. Гохана [8], Д. Демпфіліса [11], Е. Кембела [14], Ф. Еванса, Д. Бішоп [18], В. Алексєєвського [1], І. Анікіної [2], В. Балтіна [5], Є. Гончарової [7], Ю. Ігнатишина [16], Д. Тихомирова [17], так і вітчизняних — В. Євтушевського [12], А. Ігнатюк [13], О. Гошовської [9] та інших.

Серед вчених, що займалися проблемою визначення поняття синергії та її характеристик, варто виділити праці І. Ансоффа, Р. Румельта, Р. Сета, М. Гулда, Е. Кемпбела, Г. Александера, М. Бартлета, М. Грошала, М. Сіровера, Д. Гаспеслага, М. Джемсона та інших.

Однак, незважаючи на результативність та глибину проведених досліджень, залишаються маловисвітленими питання, пов'язані з оцінюванням процесів інтеграції підприємств у контексті забезпечення досяжності запланованих параметрів функціонування новостворених підприємств з урахуванням потенціалу синергії.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ ДОСЛІДЖЕННЯ

Основною метою статті є дослідження потенційних джерел синергії при інтеграції підприємств шляхом злиття чи поглинання та розробка методичного забезпечення оцінювання потенціалу синергізму угод злиття і поглинання.

ВИКЛАД ОСНОВНИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ТА ЇХ ОБГРУНТУВАННЯ

Як зазначалося вище, одним із основних мотивів реалізації угод злиття і поглинання є отримання синергічних ефектів. Ансофф І. [3] характеризує поняття синергії як перехід від використання економії на масштабах виробництва до втілення принципу стратегічної економії на масштабах діяльності. Це дає змогу досягти максимальної сумарної віддачі від капіталовкладень організації за рахунок комбінації і взаємозв'язку цільових ринків та підрозділів організації, на відміну від їх відокремленого управління; підвищується загальна ефективність діяльності, що проявляється у рості продуктивності та/або зниженні витрат. Інше визначення І. Ансоффа, яке стосується оцінки синергізму, розглядає даний феномен як міру спільних ефектів при взаємодії підприємств.

Важливим моментом при дослідженні синергії при інтеграції підприємств є питання визначення можливих джерел отримання таких ефектів. Зокрема, Є. Брікхем [6], характеризує джерела синергічного ефекту, визначає такі з них: 1) економія витрат, що пов'язана з операційною діяльністю та виникає у менеджменті, маркетингу, виробництві або реалізації за рахунок зростання масштабів виробництва;

2) економія фінансів, що виникає внаслідок відносно менших трансакційних витрат на проведення операції та більш детальне вивчення фінансової діяльності компанії; 3) різна результативність управління, яка припускає можливість більше ефективного використання коштів (фондів) підприємства після злиття; 4) посилення влади на ринку за рахунок послаблення позицій конкурентів.

Автори [9] пропонують ідентифікувати джерела синергії при об'єднанні діяльності підприємства на основі аналізу схожості та доповнюваності характеристик їх зовнішнього та внутрішнього середовищ. Зокрема, серед основних джерел синергії у зовнішньому середовищі вони виділяють можливість використання порівняльних переваг різних ринків; розподіл ризику за рахунок діяльності на різних ринках; використання потенціалу зростання менш зрілого ринку; використання переваг від виходу на новий ринок з низькою присутністю конкуренції; вирівнювання завантаженості виробництва підприємства, що функціонує на ринку із низьким та нестабільним попитом упродовж року за рахунок стабільності попиту на ринку партнера. Джерелами синергії у внутрішньому середовищі організації можуть бути: економія на масштабах і за рахунок вертикальної інтеграції виробництва та зниження собівартості шляхом уникнення трансферних цін; перенесення знань та досвіду у сфері організації діяльності, використання спільних цінностей; використання існуючої практики просування та збуту, використання торгової марки партнера при збуті продукції; вигоди від доступу до більш дешевих або рідкісних ресурсів, створення нових робочих місць, розширення виробництва за рахунок поєднання потужностей тощо.

На думку Ф.Ч. Еванса та Д.М. Бішоп [18], синергічні вигоди при злитті й поглинанні можуть виникати з чотирьох потенційних джерел:

1) зростання доходів (за рахунок того, що об'єднана компанія може пропонувати більш широкий асортимент продукції чи послуг, використовуючи переваги обширної системи дистрибуції нового підприємства);

2) скорочення витрат (за рахунок того, що внаслідок консолідації функцій усуваються зайві посади, подібні основні фонди, а також накладні витрати);

3) удосконалення процесів (відбувається, коли об'єднане підприємство бере на озброєння найбільш дієздатні та ефективні методи, інструменти, технології, підходи до організації бізнес-процесів);

4) фінансова економія (за рахунок зниження затрат фінансування нового підприємства, а також підвищення ефективності з точки зору умов довгострокового кредитування, регулювання грошових операцій та управління оборотним капіталом).

У свою чергу, І. Ансофф, характеризує появу синергічних ефектів у менеджменті, що виникають внаслідок інтеграції підприємств, виокремлює [4]: а) синергію збуту, що виникає внаслідок переваг організації з погляду маркетингу, реклами, спільного розподілу; б) виробничу синергію, яка призводить до максимального використання виробничих потужностей, зменшення витрат при закупівлях, до економії накладних витрат; в) синергію інвестування як мультиплікативний ефект від використання інвестиційних можливостей кожної окремої фірми; г) синергію управління, що виникає внаслідок збільшення кадрового потенціалу, оскільки зростають можливості навчання, обміну досвідом, внутрішньої ротации кадрів тощо.

Уелс Дж. [24] наводить такі типи синергії, що досягаються в процесі диверсифікації діяльності організації: фінансова синергія, що передбачає зниження витрат за рахунок уникнення трансферних цін, зниження вартості капіталу за рахунок диверсифікації ризику, та збільшення прибутковості акцій за рахунок використання недосконалості фінансового ринку; економія розширення, що виникає за рахунок



Рис. 1. Результати від синергії при злитті підприємств

Джерело: [20].

спільного використання ресурсів; посилення ринкового впливу, а саме взаємна підтримка та фінансування різних видів діяльності, блокування дій конкурентів та постачальників; операційна синергія, що передбачає спільне використання функціональних підрозділів організацій, а також знань та досвіду у сфері управління.

М.Гулд та Е.Кемпбелл [15] виділяють такі основні напрями реалізації синергії: спільне використання ноу-хау, що передбачає передачу досвіду та вмінь; результати функціонування підрозділів організації можуть покращуватися у випадку об'єднання їх зусиль для вдосконалення окремих процесів виробництва, функцій та дослідження ринків; спільні знання та досвід можуть бути формально задокументовані в компанії або ж можуть поширюватися неформально; спільне використання матеріальних ресурсів (виробничих потужностей, дослідницьких лабораторій та ін.) дають змогу досягати економії на масштабах та уникати дублювання робіт; посилення впливу на оточення, а саме на постачальників, споживачів, уряд, соціальні установи, є джерелом багатьох вигод для компанії: зниження цін на закупівельні матеріали, підвищення їх якості, покращення умов поставок, покращення умов реалізації готової продукції, забезпечення сприятливішого клімату для ділової активності та багато інших; координація стратегій дає змогу, зокрема, уникнути конкуренції між підрозділами компанії. Цього типу синергії досягнути досить важко, оскільки складно витримувати баланс між ступенем втручання вищого керівництва в роботу підрозділів та ступенем автономії підрозділів.

На основі дослідження, проведеного компанією КРМГ у 1996—1998 рр., було виявлено, що при злитті компанії головним чином досягають таких результатів від синергії (рис. 1).

Як зазначають Еванс Ф.Ч. та Бішоп Д.М [18], оцінюючи можливі синергічні ефекти від кожного джерела, особливу увагу необхідно акцентувати на трьох важливих параметрах, спроможних суттєво вплинути на точність оцінки та розрахунок прогнозованої синергії: а) розмір вигоди від синергічного ефекту; б) імовірність досягнення успіху; в) час отримання вигод. Автори наголошують на тому, що "синергії не повинні бути міфічними... Вони мають бути піддані жорсткій критиці й представляти собою точно спрогнозовані й відповідно продисковані чисті грошові потоки, які відображають імовірність успішного їх досягнення в рамках ретельно побудованих і перевірених планів". На їх думку, "будь-які злиття та поглинання мають бути оцінені в контексті імовірності досягнення передбачених синергічних ефектів".

Ансофф І. також зазначає, що в принципі всі синергічні ефекти можна описати трьома змінними: збільшення прибутку в грошовому вираженні, зниження оперативних вит-

рат і зниження потреби в інвестиціях. Всі три змінні нерозривно пов'язані з часом. Тому четвертим синергетичним ефектом можна вважати прискорення змін цих змінних.

Професор університету Нью Йорка (New York University) Марк Сіроур [23] наводить "нарідні камені синергії", які можна розглядати як необхідні умови для досягнення успіху в синергії: стратегічне бачення (встановлює рамки для планування, прийняття рішень та реакції на зміни), операційна стратегія (повинна визначати можливі напрями посилення конкурентної позиції організації на всій довжині ланцюжка вартості), інтеграція систем (концентрація на фізичних планах інтеграції, спрямованих на втілення стратегії — таких, як: інтеграція збутового підрозділу, системи дистрибуції, системи інформації та контролю, підрозділу досліджень та розвитку, а також відділу маркетингу), влада і культура (фокусування на системах винагород та заохочень, а також контроль за процесами обміну інформацією та прийняття рішень на різних рівнях організації).

Проблема успішності реалізації потенціалу синергізму є достатньо важливою і нагальною. Так, за даними дослідження інтеграційних процесів, проведеного відомою консалтинговою компанією McKensey у 2002 році, в 70 % злиттів не було досягнуто очікуваного росту доходів, чверть компаній переоцінила обсяги зниження витрат не менше ніж як на 25%. Дослідження Booz-Allen&Hamilton показало, що в результаті переоцінки ефекту синергії не реалізовано більше 70 % цілей, що ставились перед злиттям.

При оцінюванні синергії при злитті та поглинанні більшість дослідників зводять процес визначення рівня синергії до розгляду в основному фінансового аспекту. Оцінювання синергічного ефекту в загальному вигляді, незалежно від ринкової структури, в якій відбувається угода, може бути здійснена різними методами. Один з методів заснований на порівняльному аналізі даних фінансової звітності кількох підприємств до здійснення угоди і даних об'єднаного підприємства, тобто після здійснення злиття, поглинання, приєднання і т. п.

Інший метод передбачає виявлення шляхів досягнення синергічного ефекту, по кожному з яких окремо визначається значення кожного синергічного ефекту. Після визначення кожного з синергічних ефектів у номінальному вираженні необхідно привести їх цінність до сьогоднішньої величини, тобто здійснити дисконтування. Загальний сьогоднішній синергічний ефект буде дорівнювати сумі окремих ефектів за винятком випадків високого взаємозв'язку, якщо вони виявляються взаємовиключними.

При застосуванні третього підходу при оцінюванні синергії та її впливу на вартість компанії будеться умовна модель бізнесу компанії, вихідні первинні дані пов'язуються з даними фактичних і прогнозних проформ фінансової звітності. Далі, за допомогою коригувань конкретних вихідних значень моделі проводиться аналіз впливу синергічних ефектів на результуючий показник, тобто вартість компанії.

Ансофф І. [4] також підкреслює, що існує два способи вимірювання синергетичного ефекту: оцінювання скорочення витрат при спільному веденні операцій при даному рівні доходу й оцінювання збільшення прибутку при даному рівні інвестицій.

Зрозуміло, що такий кількісний аналіз можна проводити лише після інтеграції підприємств, що певною мірою обмежує можливості попереднього прогнозування та оцінювання потенціалу синергізму злиття чи поглинання.

Більш ґрунтовний підхід до планування та оцінювання синергії наведено тут [9], автори якого пропонують використовувати розроблену ними узагальнену методику, беручи до уваги типи потенційних переваг від синергії та умови їх виникнення. Основною відмінністю даної методики є охоплення таких основних етапів стратегічного управління, як

оцінювання середовища та визначення напрямів діяльності, а також безпосереднє оцінювання потенційних переваг від синергії та можливостей її впровадження у процесі стратегічного управління.

Аналіз наведених підходів дає змогу стверджувати, що більшість інструментів оцінювання синергії акцентують увагу лише на вигодах, які можуть отримати при злитті чи поглинанні новостворені підприємства, ігноруючи проблеми узгодження їх корпоративних інтересів із питаннями посилення конкурентоспроможності національної економіки та економічної безпеки. Відповідно до цього необхідні процедури для забезпечення виваженого підходу до об'єктивного оцінювання угод злиття та поглинання з точки зору якнайповнішої реалізації потенціалу синергізму та вирішення зазначених вище проблем.

Для реалізації даної мети пропонується розроблена авторами модель оцінювання потенціалу синергізму при злитті чи поглинанні підприємств (рис. 2), яка ґрунтується на техніці створення профілю "здібностей" підприємств, що інтегруються, для виявлення синергічних характеристик компаній (сюди входять можливості, які генеруються як самими підприємствами, так і зовнішнім середовищем) (за І. Ансоффом); на інструментах ідентифікації джерел "вигод" угод М&А для галузі та економіки країни. Для оцінювання потенціалу синергізму використовуються критерії, запропоновані Евансом Ф. та Д. Бішопом, причому для врахування часу отримання вигод від угод М&А розглядається можлива результативність інтеграції підприємств у коротко- та довгостроковій перспективі. Для забезпечення якнайповнішої реалізації потенціалу синергізму пропонується використовувати інструменти стратегічного управління, а також визначені М. Сіроуером "наріжні камені синергії" як критерії та умови успішності досягнення повною мірою запланованих рівнів синергічних ефектів.

На нашу думку, дана модель дає змогу більш коректно ідентифікувати й оцінювати синергічні ефекти, що виникають у результаті реалізації стратегії злиття та поглинання, й унеможлиблює прийняття неефективних рішень.

Відповідно до зазначених особливостей моделі оцінювання потенціалу синергізму визначимо деякі поняття:

— потенціал синергізму при злитті чи поглинанні підприємств — це сукупність джерел, засобів та можливостей реалізації синергії, зумовлених інтеграцією підприємств при укладанні угоди М&А;

— "внутрішній" потенціал синергізму при злитті чи поглинанні підприємств визначається можливостями реалізації синергічних ефектів, зумовлених ендегенним аспектом функціонування цих підприємств за сферами їх діяльності;

— "зовнішній" потенціал синергізму при злитті-поглинанні підприємств визначається можливостями реалізації синергічних ефектів для галузі (економіки країни) із урахуванням екзогенних факторів та впливом на них за складовими мікро- та макрооточення цих підприємств.

На рис. 3 відповідно до запропонованої моделі оцінювання потенціалу синергізму (рис. 2) представлена розроблена авторами методика дає змогу вирішити низку процедурних питань, пов'язаних із прийняттям стратегічних рішень щодо розгляду угод злиття-поглинання в національній економіці для забезпечення синергічних результатів діяльності з урахуванням як ендегенних, так і екзогенних аспектів. Вона передбачає здійснення визначеної послідовності кроків.



Рис. 2. Базові елементи моделі оцінювання потенціалу синергізму

Джерело: авторська розробка.

На 1-му етапі з метою забезпечення об'єктивності процедури розгляду угод експертна група має бути сформована на основі фахових компетенцій і спрямована на вирішення питань укладання угод злиття-поглинання. Доцільно включити експертів із представників РНБО, АМКУ та незалежних експертів-фахівців з проблем М&А. Кожному експерту має бути надана докладна інформація, одержана на основі комплексного вивчення та аналізу бізнесу due diligence, яке є обов'язковим етапом у процесі здійснення угод М&А (due diligence проводиться для всебічної перевірки достовірності інформації про діяльність компанії, виставленої на продаж: оцінюється фінансова, операційна, маркетингова, комерційна діяльність, юридичні аспекти тощо).

На 2-му етапі кожному експерту пропонується сформулювати перелік сфер діяльності, за якими можлива реалізація концепції синергізму в межах внутрішнього аспекту діяльності підприємств і складових мікро- та макрооточення — у межах зовнішнього аспекту. У випадку наявності певних розходжень між експертами може бути корисною методологія налагодження та тестування стратегічних припущень [21], яка дає змогу дійти до згоди при вирішенні подібних проблем. Достатньо повний перелік сфер діяльності підприємств наведено на рисунку 3.

3-й етап передбачає застосування процедури обчислення вагових коефіцієнтів сфер діяльності підприємств та складових мікро- і макрооточення, за якими можлива реалізація синергічних ефектів. Для цього на першому кроці можна скористатися методом експертного оцінювання за 10-бальною шкалою з наступною їх нормалізацією або шкалою парних порівнянь, запропонованою Т. Сааті в рамках розробленого ним методу аналітичної ієрархії (АНР) [22].

При застосуванні шкали АНР матриці парних порівнянь сфер діяльності підприємств та складових мікро- і макро-

оточення матимуть відповідно такий вигляд: $A^{int} = \|a_{ij}^{int}\|_{7 \times 7}$;

$$A^{ext} = \|a_{ij}^{ext}\|_{5 \times 5}$$

На другому кроці обчислюються вагові коефіцієнти, які є власними числами побудованих матриць, але їх можна



Рис. 3. Етапи процесу оцінювання рівня потенціалу синергізму угод "злиття-поглинання"

Джерело: авторська розробка.

Таблиця 1. Вагові коефіцієнти напрямів реалізації можливих синергічних ефектів

за сферами діяльності	за складовими мікро- і макрооточення
$\Phi: w_1^\Phi, w_2^\Phi, \dots, w_k^\Phi;$	$KII: w_1^{KII}, w_2^{KII}, \dots, w_q^{KII};$
$B: w_1^B, w_2^B, \dots, w_l^B;$	$III: w_1^{III}, w_2^{III}, \dots, w_u^{III};$
$M: w_1^M, w_2^M, \dots, w_m^M;$	$IK: w_1^{IK}, w_2^{IK}, \dots, w_v^{IK};$
$Y: w_1^Y, w_2^Y, \dots, w_p^Y;$	$C: w_1^C, w_2^C, \dots, w_n^C;$
$K: w_1^K, w_2^K, \dots, w_r^K;$	$E: w_1^E, w_2^E, \dots, w_z^E;$
$I: w_1^I, w_2^I, \dots, w_s^I;$	
$II: w_1^{II}, w_2^{II}, \dots, w_t^{II}$	

Таблиця 2. Експертні оцінки рівня потенціалу синергізму за визначеними напрямими реалізації можливих синергічних ефектів

за сферами діяльності	за складовими мікро- і макрооточення
$\Phi: SP_1^\Phi, SP_2^\Phi, \dots, SP_k^\Phi;$	$KII: SP_1^{KII}, SP_2^{KII}, \dots, SP_q^{KII};$
$B: SP_1^B, SP_2^B, \dots, SP_l^B;$	$III: SP_1^{III}, SP_2^{III}, \dots, SP_u^{III};$
$M: SP_1^M, SP_2^M, \dots, SP_m^M;$	$IK: SP_1^{IK}, SP_2^{IK}, \dots, SP_v^{IK};$
$Y: SP_1^Y, SP_2^Y, \dots, SP_p^Y;$	$C: SP_1^C, SP_2^C, \dots, SP_n^C;$
$K: SP_1^K, SP_2^K, \dots, SP_r^K;$	$E: SP_1^E, SP_2^E, \dots, SP_z^E;$
$I: SP_1^I, SP_2^I, \dots, SP_s^I;$	
$II: SP_1^{II}, SP_2^{II}, \dots, SP_t^{II}$	

розрахувати за наближеною формулою — у загальному випадку матриця $A = \|a_{ij}\|_{n \times n}$ матиме такий вигляд:

$$W_i = \frac{\sqrt[n]{a_{i1} \times a_{i2} \times \dots \times a_{in}}}{\sum_{k=1}^n \sqrt[n]{a_{k1} \times a_{k2} \times \dots \times a_{kn}}}, \quad i = 1; 2; \dots; n. \quad (1)$$

У результаті одержимо вектори вагових коефіцієнтів для сфер діяльності ($W_\Phi; W_B; W_M; W_Y; W_K; W_I; W_{II}$) для складових мікро- і макрооточення ($W_{KII}; W_{III}; W_{IK}; W_C; W_E$).

Зазначимо, згідно з методом Т. Сааті [20], передбачена можливість перевірки несуперечливості експертних оцінок шляхом обчислення індексу узгодженості J та порівняння його з еталонним значенням J^* . У разі невиконання умови: $J \leq 0,1J^*$ (для $n = 7$ значення $J^* = 1,32$, а для $n = 5$ — $J^* = 1,12$) необхідно переглянути оцінки парних порівнянь.

На 4-му етапі для кожної зі сфер діяльності та кожної складової мікро- і макрооточення здійснюється парне порівняння визначених на 2-му етапі напрямів, за якими можлива реалізація синергічних ефектів. У результаті одержимо матриці: $A^\Phi = \|a_{ij}^\Phi\|_{k \times k}; A^B = \|a_{ij}^B\|_{l \times l}; A^M = \|a_{ij}^M\|_{m \times m}; A^Y = \|a_{ij}^Y\|_{p \times p}; A^K = \|a_{ij}^K\|_{r \times r}; A^I = \|a_{ij}^I\|_{s \times s}; A^{II} = \|a_{ij}^{II}\|_{t \times t}$ та $A^{KII} = \|a_{ij}^{KII}\|_{q \times q},$

$$A^\Phi = \|a_{ij}^\Phi\|_{k \times k}, A^B = \|a_{ij}^B\|_{l \times l}, A^M = \|a_{ij}^M\|_{m \times m}, A^Y = \|a_{ij}^Y\|_{p \times p}.$$

Далі для обчислення вагових коефіцієнтів напрямів реалізації можливих синергічних ефектів необхідно скористатися формулою (1). Результати розрахунків занесемо у таблицю 1.

На 5-му етапі на основі 10-бальної шкали необхідно (від -5 до +5) експертам пропонується оцінити можливі синергічні ефекти злиття та поглинання підприємств. У випадку суттєвих розходжень міркувань експертів за деякими напрямими реалізації можливих синергічних ефектів можна скористатися процедурою, аналогічною тій, що використовується в методі Дельфі. Результати заносимо у таблицю 2.

Зазначимо, що експертне оцінювання необхідно здійснити для коротко- і довгострокового періодів.

На 6-му етапі шляхом експертного опитування та узгодження необхідно визначити імовірності реалізації потенціалу синергії за кожним з напрямів реалізації можливих синергічних ефектів у коротко- і довгостроковій перспективі за шкалою від 0 до 1 (табл. 3).

7-й етап. Використовуючи результати, одержані на етапах 5 та 6, можна розрахувати зважені оцінки рівня потенціалу синергізму (в коротко- і довгостроковій перспективі): а) за сферами діяльності:

$$SP^\Phi = \sum_{i=1}^k w_i^\Phi p_i^\Phi SP_i^\Phi; SP^B = \sum_{i=1}^l w_i^B p_i^B SP_i^B; SP^M = \sum_{i=1}^m w_i^M p_i^M SP_i^M;$$

$$SP^Y = \sum_{i=1}^p w_i^Y p_i^Y SP_i^Y; SP^K = \sum_{i=1}^r w_i^K p_i^K SP_i^K; SP^I = \sum_{i=1}^s w_i^I p_i^I SP_i^I;$$

Таблиця 3. Експертні оцінки вірогідності реалізації потенціалу синергізму

за сферами діяльності	за складовими мікро- і макрооточення
$\Phi: p_1^\Phi, p_2^\Phi, \dots, p_k^\Phi;$	$KII: p_1^{KII}, p_2^{KII}, \dots, p_q^{KII};$
$B: p_1^B, p_2^B, \dots, p_l^B;$	$III: p_1^{III}, p_2^{III}, \dots, p_u^{III};$
$M: p_1^M, p_2^M, \dots, p_m^M;$	$IK: p_1^{IK}, p_2^{IK}, \dots, p_v^{IK};$
$Y: p_1^Y, p_2^Y, \dots, p_p^Y;$	$C: p_1^C, p_2^C, \dots, p_n^C;$
$K: p_1^K, p_2^K, \dots, p_r^K;$	$E: p_1^E, p_2^E, \dots, p_z^E;$
$I: p_1^I, p_2^I, \dots, p_s^I;$	
$II: p_1^{II}, p_2^{II}, \dots, p_t^{II}$	



Рис. 4. Матриця стратегічних рішень щодо угод М&А

Джерело: авторська розробка.

$$SP^I = \sum_{i=1}^I w_i^I p_i^I SP_i^I \text{ та}$$

б) за складовими мікро- і макрооточення:

$$SP^{KI} = \sum_{i=1}^K w_i^{KI} p_i^{KI} SP_i^{KI}; SP^{II} = \sum_{i=1}^I w_i^{II} p_i^{II} SP_i^{II};$$

$$SP^{IK} = \sum_{i=1}^K w_i^{IK} p_i^{IK} SP_i^{IK}; SP^C = \sum_{i=1}^n w_i^C p_i^C SP_i^C;$$

$$SP^E = \sum_{i=1}^E w_i^E p_i^E SP_i^E.$$

Обчислимо рівень "внутрішнього" потенціалу синергізму за формулою:

$$SP^{int} = W^A \cdot SP^A + W^B \cdot SP^B + W^M \cdot SP^M + W^Y \cdot SP^Y + W^K \cdot SP^K + W^I \cdot SP^I + W^II \cdot SP^{II}.$$

та рівень "зовнішнього" потенціалу синергізму:

$$SP^{ext} = W^{KI} \cdot SP^{KI} + W^{II} \cdot SP^{II} + W^{IK} \cdot SP^{IK} + W^C \cdot SP^C + W^E \cdot SP^E.$$

На 8-му етапі розрахуємо інтегральний показник рівня потенціалу синергізму угоди злиття-поглинання підприємств:

$$SP = \alpha SP^{int} + \beta SP^{ext},$$

де α, β — вагові коефіцієнти для урахування "важливості" "внутрішньої" та "зовнішньої" складових потенціалів синергізму ($\alpha + \beta = 1$), визначені експертним шляхом.

На основі розрахованих значень інтегральних рівнів "внутрішнього" та "зовнішнього" потенціалів синергізму в коротко- і довгостроковій перспективі угоду М&А можна розмістити в матриці, яка дає змогу визначити поле стратегічних рішень щодо прийняття рішень щодо угод "злиття-поглинання" (рис. 4).

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Таким чином на основі проведеного дослідження можна зробити наступні висновки:

- розвиток ринку злиття та поглинання в Україні безпосередньо пов'язаний з розвитком ринкових відносин, удосконаленням законодавчої бази, в т.ч. встановленням і регулюванням прав власності, набуттям досвіду й культури проведення угод, посиленням ролі держави (з використанням державно-приватного підприємництва та партнерства);
- стратегія злиття і поглинання повинна здійснюватися не тільки з метою створення й (або) отримання нових можливостей (конкурентних переваг) компанії за рахунок виникаючих "внутрішніх" синергічних ефектів, що призводять до зростання її інвестиційної вартості, а й з урахуванням впливу такої інтеграції на макроекономічні параметри держави, зокрема на економічну безпеку;
- одержані оцінки потенціалу синергізму за кожною сферою діяльності, а також інтегральні оцінки "внутрішнього" та "зовнішнього" потенціалу синергізму можуть слугувати орієнтиром (засобом для контролю) при реалізації цілей угод злиття-поглинання.

Подальші дослідження за темою даної статті можуть бути спрямовані на:

- удосконалення інструментарію ідентифікації потенційних джерел синергії при інтеграції підприємств;
- уточнення переліку сфер діяльності підприємств, за якими можливі синергічні ефекти;
- урахування при обчисленні інтегральних оцінок потенціалу синергізму "дублювання" синергічних ефектів для різних сфер діяльності.

Література:

1. Алексеевский В.С. Синергетика менеджмента устойчивого развития: монография / В.С. Алексеевский. — Калуга: Манускрипт, 2006. — 328 с.

2. Аникина И.Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений / И.Д. Аникина // Финансы и бизнес. — 2009. — № 2. — С. 47—52.

3. Ансофф И. Стратегическое управление / И. Ансофф. — М.: Экономика, 1989. — 519 с.

4. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. — М.: СПб: Питер Ком, 1999. — 416 с.

5. Балтин В.Э. Оценка эффекта синергии создания и функционирования холдинга / В.Э Балтин, Е.В. Скобелева // Вестник ОГУ. — 2006. — № 8. — С. 170—176.

6. Бриггем Е. Основы финансового менеджмента / Е. Бриггем. — К.: Молодь, 1997. — 998 с.

7. Гончарова Э.А. Инвестиционный механизм слияния и поглощения предприятий корпоративного типа / Гончарова Э.А. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2002. — 271 с.

8. Гошовська О. Синергізм у стратегічному управлінні: монографія / О. Гошовська, А. Ліманський, Ж. Поплавська. — Львів: Манускрипт, 2011. — 284 с.

9. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан; — [пер. с англ. 3-е изд.]. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 741 с.

10. Гребешкова О.М. Проблемы выявления та оцінки синергійного ефекту стратегічної взаємодії підприємств / О.М. Гребешкова // Економіка підприємства: теорія та практика: 36. мат. II Міжнар. наук.-практ. конф. 13—14 березня 2008 р. — К.: КНЕУ, 2008. — С. 22—24.

11. Депафиллис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депафиллис; [пер. с англ. Е. Пестерева]. — М.: Олимп-Бизнес, 2007. — 960 с.

12. Євтушевський В.А. Основы корпоративного управління / В.А.Євтушевський — К.: Знання, 2004. — 320 с.

13. Ігнатюк А.І. Галузеві ринки: теорія, практика, напрями регулювання: монографія. / А.І. Ігнатюк. — К., 2010. — 465 с.

14. Кембелл Э. Стратегический синергизм / Э. Кембелл, К. Саммерс Лачс, 2-е изд. СПб.: Питер, 2004. — 416 с.

15. Корпоративная стратегия: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 266 с.

16. Ігнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю.В. Ігнатишин. — СПб.: Питер, 2005. — 2008 с.

17. Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях: учеб. пособ. / Д.В. Тихомиров. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009. — 132 с.

18. Эванс Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп — М.: Альпина Паблишерз, 2009. — 410 с.

19. Farrell J. Scale economies and synergies in Horizontal merger analysis / J. Farrell, C. Shapiro, 2000. — 28 p. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.bnet.com

20. Mergers and acquisitions, a global research report 1999, by KPMG [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.kpmg.com

21. Mitroff I. On Strategic assumption-making: a dialectical approach to policy and planning / I. Mitroff, J. Emshoff // The Academy of Management Review. — 1979. — Vol. 4, № 1. — P. 1—11.

22. Saaty T. The Analytic Hierarchy Process: Planning, Priority Setting, Resource Allocation / T. Saaty. — McGraw-Hill, 1980.

23. Sirower M.I. The synergy trap: how companies lose the acquisition game / M.I. Sirower. — New York: The Free Press, 2000. — 344 p.

24. Wells J. In search of synergy. — Harvard Doctoral Dissertation, 1984. — 188 p.

25. www.mergers.com.ua

Стаття надійшла до редакції 07.08.2013 р.