

УДК 330.142.21.042

СИНЕРГЕТИЧНИЙ ЕФЕКТ У ФОРМУВАННІ ВІРТУАЛЬНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Горовий Д.А., канд. екон. наук, доцент

Харківський національний автомобільно-дорожній університет

Анотація. Стаття присвячена проблемам поєднання різних видів віртуального капіталу підприємств, яке може відбуватися внаслідок угод злиття-поглинання. В роботі визначаються основні види синергій та антисинергій, які можуть вплинути на сукупну вартість віртуального капіталу. Пропонується математичний апарат щодо майбутньої вартості капіталу з врахуванням синергій та антисинергій.

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

The abstract. The article is devoted to the problems of different kinds virtual capital association. They can occur due to merge-absorption agreements. The principal views of synergies and antisynergies that can affect on aggregate cost of the virtual capital are advanced. The mathematical apparatus of the capital future value account is offered with allowance of synergies and antisynergies.

Keywords: virtual capital, fictitious assets, synergy, synergetic effect, anti-synergetic effect, capital estimation.

Постановка проблеми. У діяльності сучасного підприємства все більшу роль відіграє не лише матеріальний (оборотний та необоротний капітал), але й нематеріальний – віртуальний капітал. До нього можна віднести цінні папери підприємств, торгові марки, патенти, людський капітал (знання робітників), бази даних тощо. Сучасні науковці пропонують багато методів оцінки нематеріальних здобутків підприємства (методи ринкової капіталізації, методи визначення прибутковості активів, точні вимірювальні системи, включений менеджер цінності, методи прямої оцінки інтелектуального капіталу, методи бальних оцінок [1]), проте. головною відмінною 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. В науковій літературі та енциклопедіях, зазвичай, наводять приклади "синергізму", які виникають у біології, хімії чи фізиці (спільне й однорідне функціонування органів і систем; комбінована дія лікарських речовин на організм, при якому сумарний ефект перевищує дію, що надається кожним компонентом окремо) [3].

З точки зору економіки більш коректним є інше визначення цього явища. Синергізм – це спільна дія для досягнення загальної мети, заснована на принципі, що ціле представляє щось більше, ніж сума його частин. Також для використання по відношенню до віртуального капіталу більш нагальним є використання поняття "синергетика", запропонованого німецьким фізиком Г. Хакеном, адже він акцентує увагу на погодженості взаємодії частин при утворенні структури як єдиного цілого [4].

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 Я. Руса [1] синергія капіталу "може визначатися як взаємодія двох або більше ресурсів, що належать раніш незалежним організаціям, і призводять до більш сильного об'єднаного впливу на створення цінності і конкурентоспроможності, ніж сума їх самостійного впливу". Тобто за Я. Руусом саме об'єднання підприємств є запорукою синергетичного ефекту. Дійсно, поява нового нематеріального активу (елементу віртуального капіталу) у складі підприємства може мати місце 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. В літературі останні два способи отамання активів часто об'єднують в один вид угод – угоди злиття-поглинання, які дуже часто також називають по їх англійському акроніму – угоди M&A (Mergers and Acquisitions – злиття та поглинання).

Невирішені складові загальної проблеми. Проте з цих досліджень залишається незрозумілим, як саме вирахувати з фінансової точки зору "додану" вартість активів, яку спричиняє саме синергетичний ефект. Адже на відміну від фізичних систем, для яких існують одиниці виміру енергії й методи оцінки енергетичного потенціалу, для економіки підприємств поки ще немає способів об'єктивної оцінки рівня внутрішньої енергетики. Крім того, 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 анти-синергетичного ефекту, тобто зменшення реальної вартості капіталу при поєднанні різних його видів.

Формулювання цілей статті. Метою статті є вибір методики для обчислення додаткової вартості віртуального капіталу підприємства, отриманої за рахунок "синергетичного" або втраченої внаслідок "анти-синергетичного" ефекту, визначення типів синергетичного та анти-синергетичного ефекту, що можуть бути також отримані при поєднанні несумісних або переоцінених видів віртуального капіталу.

Викладення основного матеріалу дослідження. На цей час розширення бізнесу шляхом злиття й поглинання в усьому світі є дуже актуальним. Ці процеси часто прийнято поєднувати між собою, а їхню активізацію пояснювати глобалізацією і більш вільним доступом на нові ринки інших країн, а також збільшенням частки постійних витрат (на маркетинг, дослідження й розробки, патенти й ліцензії) і наближенням змінних витрат у деяких видах бізнесу до нуля (мікроекономічний аспект).

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 [5]. 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.

Цілей, які намагаються досягти фірми, що об'єднуються, може бути багато. Так, наприклад, консалтингова компанія KPMG провела дослідження близько 700 світових угод з M&A [6]. Основні цілі цих угод наведені на рис. 4.1. І збільшення вартості компа-

ній (у тому числі за рахунок поєднання їх капіталів) посідає у цьому рейтингу належне друге місце серед цілей злиття та поглинання.

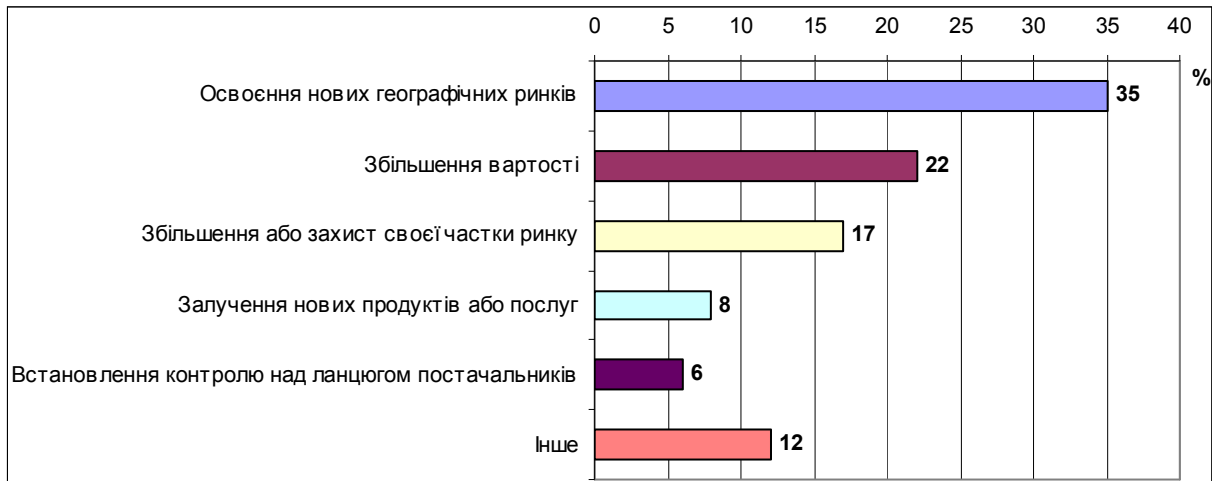


Рис. 1 - Основні цілі фірм, що об'єднуються в рамках угод М&А

Проте головною перевагою від такої спільної діяльності підприємств є саме синергія. Звідси можна вважати, що злиття й поглинання компаній – це комплекси дій, націлені на збільшення загальної вартості активів за рахунок синергії, тобто переваг спільної діяльності.

Синергетична теорія найчастіше згадується фахівцями та вченими, що вивчають причини, які спонукують підприємства до злиття. Основні положення цієї теорії були сформульовані М. Бредлі, А. Десаї та Е. Кімом [7] та розвинуті в роботі Е. Берковича та М. Нараяна [8]. 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 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) розглядається в роботах Р. Ролла [10], М. Дженсена та Р. Рубека [11]. 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]. Так, Д. Марчанд підкреслює, що угоди М&А, які "укладаються винятково з фінансових міркувань, максимально піддані ризику" [9]. 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.

Таблиця 1 – Вплив різних типів синергетичного ефекту, що виникають при угодах злиття-поглинання, на віртуальний капітал підприємства

| Тип ефекту | Прояви | Наслідки | Приклад | Пояснення прикладу |
|--------------------------------|--|--|---|--|
| Авто-матичні 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, 7, 8, 9] .

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 |
|---------------------|--|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Переоцінка вартості | Виникають внаслідок завищеної вартості НМА, закладеної у фінансовій звітності | Реальна вартість капіталу об'єднаної компанії у дійсності виявляється меншою, ніж очікувалося | 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 корисність якого є незрозумілою | Готовність викласти великі гроші за ілюзорне "благо" | Купівля російською компанією "Вимпелком" українського мобільного оператора Moby | Вихід з ринку з втратою вкладених коштів, закриття ліцензії оператора |

Продовження табл. 2.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|------------------------|--|--|--|--|
| 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 | Відкриття ліцензії через низьку якість виробництва |

* Власна розробка автора.

Частіше за все при оцінці угод злиття-поглинання виконується лише приблизний, наспіх зроблений аналіз DCF (майбутньої вартості грошового потоку), заснований на песимістичних прогнозах [12]. 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. 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 за все 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.

Найбільш точним для цих умов може бути підхід теорії хаосу, адже хаос визначають як крайню непередбачуваність постійного нелінійного й нерегулярного складного руху, що виникає в динамічній системі [13]. А у випадку поєднання віртуальних капіталів відбувається саме такий рух.

До хаосу вартість віртуального капіталу може переходити шляхом біфуркацій. Біфуркація (від лат. bifurcus - роздвоєний) являє собою процес якісного переходу від стану рівноваги до хаосу через послідовну дуже малу величину. З математичної точки зору цей процес описується як залежність деякого об'єкту (вартості віртуального капіталу) від параметра λ (не обов'язково скалярного) і в будь-якому колі деякого значення параметра λ° (біфуркаційного значення, чи точки біфуркації) досліджувані якісні властивості об'єкта не є однаковими для всіх λ [14].

У рамках цієї теорії ключовим поняттям є точка біфуркації – певний момент часу, впродовж якого вирішується подальша доля розвитку об'єднаних підприємств. Проте з погляду проблеми вартості капіталу головним є не визначення такого моменту часу (адже він відомий – злиття-поглинання підприємств), а визначення імовірності подальшого розвитку ситуації. Адже саме за цим апаратом можна дослідити, яким саме буде синергетичний ефект вартості при врахуванні всіх факторів поєднання капіталу: позитивним або від'ємним.

Висновки. 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 теорії хаосу, що у фізиці описує саме динаміку складних процесів до яких можна віднести і економічні процеси поєднання капіталів.

Література.

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 – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.marshal-group.com/sinergizm-svoystvo-sistemi.html>
- 3 Синергизм (synergy) – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://inform.od.ua/articles/examen/sinergizm.htm>
4. Синергетика – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.galactic.org.ua/SLOVARI/Sinergetika.htm>
5. **Игнатишин Ю.** Слияния и поглощения. Стратегия, тактика, финансы / Ю. Игнатишин– СПб.: Питер, 2005. - 208 с.
6. **Юхимов В.** Слияния и поглощения / Юхимов В. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.officemag.kiev.ua/rus/archive/06-2000/03.html
7. **Bradley M.** The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? / M Bradley., A.Desai, E.H. Kim // Journal of Financial Economics. – Vol 11, № 2 (1983) – pp. 183-206.
8. **Berkovitch E.** Motives for Takeovers: An Empirical Investigation / E. Berkovitch, M.P. Narayan // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – Vol. 28, № 3 (1993, September) – pp. 347-362.
9. **Моросини П.** Управление комплексными слияниями: В помощь руководителю компании, использующей стратегии M&As / П.Моросини, У. Седжер– Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2005. – 304 с.
10. **Roll R.** The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers / R.Roll // Journal of Business. – Vol. 59, № 2, pt. 1 (April) 1986 – pp. 197-216.
11. **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.
12. Роль синергии при оценке стоимости – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ecouniver.com/549-rol-sinergii-pri-ocenke-stoimosti.html>
13. Теория хаоса – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.forex.ua/ta/haos.shtml>
14. **Вітлінський В. В.** Моделювання економіки: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисципліни / В. В. Вітлінський, Г. І. Великоіваненко– К.: КНЕУ, 2004. – 250 с.

Стаття надійшла: 06.11.2011 р.

Рецензент: д.е.н., проф. Дмитрів І.А.

