
Коломиец И. Ф., Оленюк С. Л. Анतिकонкурентные согласованные действия: экономическая составляющая доказательства.

Рассматривается практика доказательства совершения антиконкурентных согласованных действий субъектов хозяйствования с применением экономического анализа ситуации на соответствующих товарных рынках. Предлагается общая характеристика законодательного института и ретроспектива законодательного оформления антиконкурентных согласованных действий, а также описание практики доказательства различных видов антиконкурентных согласованных действий в Украине и за рубежом.

Ключевые слова: антиконкурентни согласованные действия, товарные риски, экономическая конкуренция.

Kolomijets I. F., Olenyuk S. L. Anticompetitive concerted actions: economic constituent of the proof practice.

The article deals with the proof practice of the commitment of anticompetitive concerted actions by the subjects of management with the application of the economic analyses of a situation in the corresponding commodity market. The general characteristics of the legislative basis and the retrospection of the legislative registration of the anticompetitive concerted actions, as well as the description of their proof practice in Ukraine and abroad, are suggested.

Key words: anticompetitive concerted actions, commodity risks, economic competition.

УДК 334.758

І. О. Тивончук, Г. Я. Глинська

Вимірювання синергічного ефекту злиття та поглинання підприємств

Розглянуто синергетичний ефект від об'єднання підприємств. Досліджено взаємозв'язок між синергетичним ефектом і премією, яка виплачується за злиття. Запропоновано оцінювати синергетичний ефект з метою його успішного досягнення. Описано операційні і фінансові синергії. Розглянута диверсифікація як один з мотивів злиття. Запропоновано ефективні заходи для подолання опору персоналу під час злиття з метою оптимального досягнення синергетичного ефекту.

Ключові слова: синергетичний ефект, злиття, поглинання підприємств, мотиви злиття.

© І. О. Тивончук, Г. Я. Глинська, 2008.

Все частіше злиття підприємств стають складовою частиною їх успішного розвитку. Завдяки злиттю підприємства збільшують свою вартість, підвищують ефективність своєї діяльності. Забезпечують конкурентноздатність на ринку, шляхом реалізації можливих синергічних ефектів внаслідок об'єднання суб'єктів господарювання.

Під час поглинання підприємству-цілі виплачується премія і її величина залежить від очікуваного синергічного ефекту внаслідок злиття. Проте часто підприємства бувають розчарованими результатами злиття, а причина нерідко криється в тому, що переоцінено синергію та неефективно проведено процес інтеграції. Оцінка синергічного ефекту – задача непроста і дуже важлива, проте її вирішенню надають менше часу і зусиль, ніж це необхідно.

Проблема визначення синергічного ефекту постає перед всіма підприємствами, які задумуються про злиття. Численні дослідження дають змогу стверджувати, що головні причини невдач у більшості випадків злиття чи поглинання полягали в переоцінці вигод та недооцінці витрат на етапі підготовки операції. Адже близько 70% угод зі злиття та поглинання не досягли запланованого синергічного ефекту від об'єднання. Отже, підприємства повинні ретельно аналізувати можливості створення синергічного ефекту та забезпечити максимальну співпрацю в сферах його виникнення. Згідно теорії, злиття, в яких очікується реалізація синергічного ефекту, повинні збільшувати добробут акціонерів підприємства. Проблема полягає в тому, що синергічний ефект погано піддається прогнозуванню, і на практиці не завжди вдається досягти очікуваного результату.

Аналіз останніх досліджень і результатів. Аналізуючи останні дослідження і публікації можна стверджувати, що від правильної оцінки синергічного ефекту залежить ефективність угоди злиття підприємств.

Згідно досліджень, внаслідок 65% угод зі злиття та поглинання вдається досягти запланованого рівня зниження витрат, але в кожному четвертому випадку можливість зниження витрат переоцінене на 25%. Така помилка в оцінці підприємства-цілі, може призвести до помилки ціною в 5-15% від загальної вартості.

Є.Ф. Брігхем вважає, що у синергічному злитті вартість після об'єднання перевищує сумарну вартість окремих підприємств до злиття. Згідно його досліджень, ефект синергізму може виникнути з чотирьох джерел: економії витрат, економії фінансів, ефективнішого управління та збільшеної ринкової влади [1, с. 868].

І. Ансофф пропонує, оцінювати синергію внаслідок збільшення прибутку, зменшення витрат та зниження потреби в інвестиційних ресурсах.

Згідно Джеймса К. Ван Хорна та Джона М. Ваховича, синергія – це економія, що виникає внаслідок злиття, коли вартість виробничих активів об'єднаної компанії перевищує просту суму їх активів [2, с. 824].

Н.Б. Рудик та Є.В. Семенкова вважають, що згідно синергічної теорії утворене підприємство використовує переваги, які виникають внаслідок об'єднання ресурсів [3, с. 43].

Основною метою статті є визначити та проаналізувати головні чинники, що впливають на здатність досягати синергічний ефект внаслідок злиття підприємств.

Для зростання підприємства менеджери переважно розглядають внутрішні і зовнішні інвестиційні можливості. Внутрішні інвестиції стосуються реорганізації та інвестицій в саме підприємство, а зовнішні пов'язані з придбанням нових активів та проектів. Внутрішній ріст на фоні посилення конкуренції – досить тривалий та невизначений процес, який потребує значних зусиль. Найбільш швидкою і багатообіцяючою стратегією є купівля вже існуючих підприємств. А в деяких випадках, коли підприємство немає перспектив росту та не приносить акціонерам достатньо доходу на капітал, немає просто кращої альтернативи, ніж шукати партнера.

Злиття – це стратегія розвитку, яку на сьогоднішній день використовують навіть найуспішніші підприємства для підвищення ефективності своєї діяльності. Синергічний ефект є рушійною силою та стимулом для більшості угод зі злиття та поглинання.

Для України злиття та поглинання є відносно новими явищами, проте з тенденцією до зростання. Причиною збільшення кількості угод зі злиття в Україні є посилення конкуренції – чим гостріша конкуренція, тим активніше підприємства шукають шляхи підвищення інвестиційних можливостей, ефективнішого використання ресурсів та мінімізації витрат. Головні переваги підприємств, що обирають стратегію злиття полягають у швидкому виході на нові ринки та доступі до існуючих підприємницьких ресурсів.

На етапі поширення інформації про злиття підприємств у потенційних інвесторів виникають певні очікування на рахунок збільшення вартості об'єднаних підприємств, і чим більші ці очікування, тим вищою може бути премія, виплачена за володіння даним бізнесом. Це пояснюється тим, що для об'єднання підприємств потрібний деякий економічний стимул, яким переважно є синергійний ефект, що виникає внаслідок злиття. Згідно досліджень провідних консалтингових компаній премія виплачена за злиття в середньому складає від 10% до 35% вартості підприємства-цілі. Операція злиття буде ефективною тільки в тому випадку, коли премія за злиття буде меншою ніж приріст інвестиційної вартості підприємства від ефекту синергії. Коректна оцінка інвестиційної вартості допомагає запобігти виплаті перебільшеної премії за володіння бізнесом. Проблема в тому, що премія виплачується наперед, а синергійні вигоди проявляються протягом певного періоду часу. Згідно досліджень, до вартості підприємства-цілі може бути додано до 43% очікуваного синергійного ефекту, який згодом може і не реалізуватись.

Для успішності процесів злиття та поглинання важливою є правильна оцінка:

- 1) потенційного об'єкта злиття;
- 2) синергійного ефекту від злиття;
- 3) можливих ризиків внаслідок реорганізації.

На практиці підприємства, на жаль, не надають достатньої уваги оцінці очікуваного синергійного ефекту. В майбутньому це спричинює зниження вартості консолідованих підприємств. До-

ведено, що 15% синергічного ефекту можна отримати в перші сто днів після організації злиття. Це виправдовує і пояснює злиття перед працівниками і дає поштовх до подальшої роботи та розвитку підприємства. А досягнення максимального синергічного ефекту, як правило, займає декілька років.

Успіх синергії прямо залежить від стратегічного планування. Це планування повинне ґрунтуватись на детальних дослідженнях, бути всестороннім та реалістичним. Чим ретельніше продуманий процес злиття, тим більша ймовірність, що операція буде вдалою у всіх відношеннях [4].

Ми рекомендуємо на попередньому етапі планування угоди проаналізувати можливості зниження витрат і короткострокові результати, а не довгостроковий стратегічний потенціал. Короткострокові синергічні ефекти – найбільш очевидне джерело створення вартості у більшості випадків злиття та поглинання.

Отже, здатність створювати вартість більшу, ніж самостійні вартості підприємств, що об'єднуються, називається синергією.

На практиці, для максимізації ефекту синергії, необхідно ретельно вибрати тип злиття, визначити ціль і стратегію. Потрібний, також, реалістичний підхід, до оцінки компанії, яку купують, вміння передбачити проблеми і результати. Оцінка вибраної компанії-цілі – важливий етап в процесі планування злиття. Адже зовні дуже привабливий об'єкт, може виявитись не таким прибутковим. Для цього потрібно здійснити діагностику об'єкта придбання. За результатами такої перевірки інвестор знатиме багато потрібного – від фінансового стану до податкових та інших ризиків підприємства-цілі.

Автоматично синергія під час злиття проявляється нечасто. Потрібно шукати, підбирати і планувати джерела синергії. Проте, багато підприємств плануючи подібні угоди не розуміють, що необхідно прикласти додаткові зусилля для досягнення синергії, та не усвідомлюють того, що синергію потрібно вміти ще зберегти. Проблему ускладнює і те, що об'єднане підприємство, крім економії та додаткового прибутку, створює і додаткові витрати, які важко спрогнозувати.

Після завершення угоди, може виявитись, що на кожен фактор, який підвищує прибутковість, знайдуться фактори, які діють в протилежному напрямку, і потрібно вміти ці фактори виявляти якнайшвидше. Небезпека негативної синергії виникає, коли ефективність і вартість об'єднаного підприємства менша, ніж сумарна вартість його складових до об'єднання. Вона проявляється, коли затрати на операцію чи специфічні проблеми, що виникають в процесі злиття, перевищують віддачу від угоди. Негативна синергія може пояснюватись тим, що розширення бізнесу веде до ускладнення структури підприємства, внаслідок чого зростають управлінські витрати та витрати на планування. Також небезпеку становлять відтік висококваліфікованих кадрів та зменшення набутої клієнтської бази.

Для того, щоб порівняти очікувані затрати і вигоди від злиття, потрібно оцінити, як мінімум, наступні фактори:

- приріст прибутку;
- економію або зниження витрат;
- реакції конкурентів на злиття;
- ризики ринку.

Якщо економію під час об'єднання діяльності підприємств можна оцінити досить точно, то приріст прибутку і реакцію ринку, можна лише спрогнозувати. Щоб скласти такий прогноз, потрібний детальний аналіз позиції конкурентів, наявних технологій та ринкової ситуації.

Синергічні ефекти поділяються на операційні та фінансові.

В свою чергу, операційне злиття – це злиття підприємств, об'єднаних з метою досягнення синергічного ефекту. Операційне злиття називають ще виробничим, оскільки об'єднуються виробничі потужності підприємств і збільшуються масштаби діяльності. Операційна синергія проявляється в двох формах – збільшенні доходів і зменшенні витрат. Операційної синергії, яка обіцяє збільшити доходи, переважно досягнути важче, ніж синергії від зниження витрат.

Синергічний ефект внаслідок операційного злиття може виникати внаслідок:

- 1) економії, зумовленої збільшенням масштабів діяльності, або ефекту масштабу. (Знижується середня величина витрат на одиницю продукції через збільшення обсягів виробництва; ефект масштабу активніше проявляється під час горизонтального злиття);
- 2) усунення дублюючих функцій і операцій на підприємстві за рахунок об'єднання структурних підрозділів;
- 3) комбінування взаємодоповнюючих ресурсів, отримання ресурсів швидше та дешевше, ніж якби прийшлося створювати їх самостійно;
- 4) підвищення ефективності управління, покращення якостей менеджменту;
- 5) посилення ринкових позицій підприємства через зниження конкуренції, отримання доступу до нових ринків збуту. (Однак антимонопольне законодавство обмежує злиття з явним наміром підвищення цін, оскільки це мотив монополії);
- 6) взаємодоповнюваності в галузі НДДКР, об'єднання наукових ідей, обміну цінним досвідом і знаннями; економії на фундаментальних наукових дослідженнях за рахунок злиття дослідницьких баз.

Перелічені вище ефекти притаманні в основному горизонтальному типу злиття, внаслідок якого, проявляється найбільша і найкраще прогнозована синергія. Вона досягається як за рахунок більш швидкого підвищення доходу, так і за рахунок суттєвого зниження витрат. Це пояснюється тим, що підприємства, як правило, мають подібні структури і є можливість усунути підрозділи, що дублюються. Також у випадку горизонтального злиття різко збільшується частка ринку і посилюється конкурентна позиція. Потрібно пам'ятати, що для такого типу злиття більша ймовірність того, що антимонопольний комітет не дасть дозволу на угоду, оскільки підприємства, що планують об'єднатись працюють на одному ринковому сегменті, що може вилитись в різке зниження конкуренції та невиправдане підвищення цін на товар.

Переваги вертикальної інтеграції дещо відрізняються від горизонтальної. Так, головною метою вертикального злиття є отримання

контролю над постачальниками, дистриб'юторами чи споживачами товару. В результаті зменшується коливання цін на сировину, виникає можливість економії на трансфертних цінах.

Отже, вертикальна інтеграція, тобто злиття підприємств в межах єдиного технологічного процесу, може дати:

- відчутну економію витрат, зокрема, на трансфертних цінах;
- підвищення прибутку, за рахунок, доведення ланцюжка до споживчого товару;
- зниження залежності базових підприємств від динаміки цін.

Основні мотиви злиття підприємств та складові синергічного ефекту, внаслідок злиття зображено на наступному рисунку:

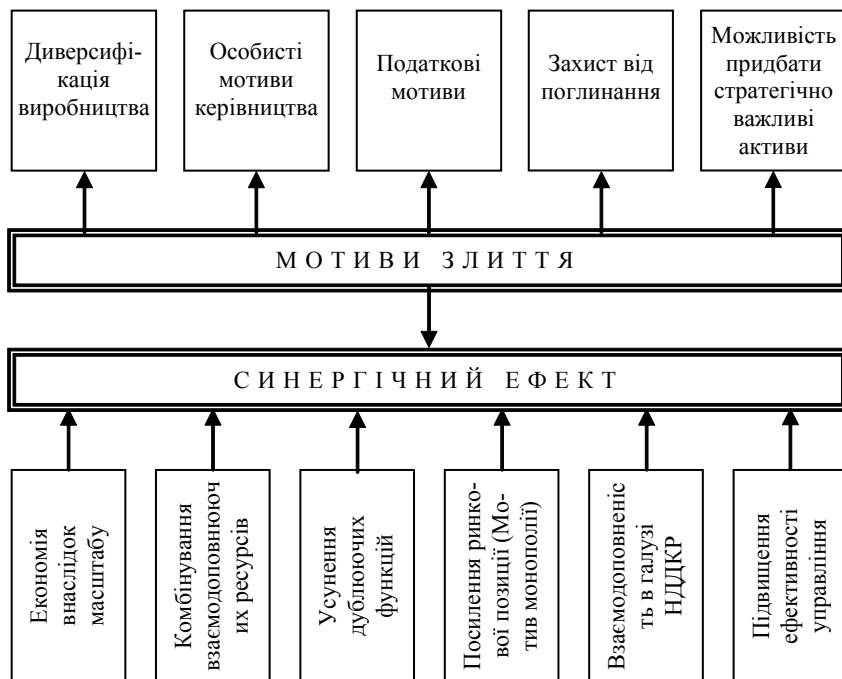


Рис.1. Основні мотиви злиття підприємств

Злиття, які мотивуються особистими інтересами керівництва переважно є невдалими. Наприклад, теорія гордині описує ситуацію, коли менеджмент підприємства-покупця вважає, що може краще виявити потенціал підприємства-цілі, ніж фондовий ринок. В результаті ціна злиття може значно перевищити ринкову вартість цільового підприємства, що принесе відчутну втрату акціонерам, за відсутності очікуваного синергічного ефекту.

Фінансове злиття – це злиття, внаслідок якого підприємства не функціонують як одне ціле і їх операційна діяльність не зазнає значних змін, а отже, не очікується поточного синергічного ефекту, оскільки немає суттєвої виробничої економії. Ефект злиття полягає у зменшенні витрат на залучення капіталів, податкових вигодах, збільшенні вартості чистого грошового потоку та зростанні вартості підприємства [5, с. 148].

Механізм визначення вигод і витрат від злиття був запропонований Стюартом Майерсом у 1976 році, який стверджував, що економічні вигоди від злиття можуть виникнути лише за умови, що ринкова вартість корпорації, яка виникла у результаті злиття, є вищою, ніж сума ринкових вартостей корпорацій, що її створюють. Отже,

$$NPV = P_{AB} - [P_A + P_B] - \Pi - B,$$

де: NPV – чиста теперішня вартість злиття;

P_{AB} – ринкова вартість об'єднаного підприємства;

P_A – ринкова вартість підприємства A до злиття;

P_B – ринкова вартість підприємства B до злиття;

Π – премія виплачена за підприємство B ;

B – витрати процесу поглинання.

Якщо перетворити рівняння так:

$$NPV = [P_{AB} - (P_A + P_B)] - (\Pi + B),$$

то вираз в квадратних дужках $[P_{AB} - (P_A + P_B)]$ дає синергічний ефект від злиття. Щоб злиття було успішним, цей ефект повинен бути більшим,

ніж сума ($P+B$), тобто більший суми витрат винесених злиттям і премії, заплаченої за об'єкт поглинання [4, с. 205].

Основні синергічні ефекти можна описати трьома величинами:

- 1) збільшення прибутку;
- 2) зниження витрат;
- 3) зниження потреби в інвестиціях.

А оскільки ці величини тісно пов'язані з часовим фактором, то четвертим синергічним ефектом може бути прискорення змін у перерахованих вище процесах.

Часто як мотив злиття називають диверсифікацію, яку підприємці використовують для зниження ризиків та стабілізації прибутку. Диверсифікація – це вихід підприємства за межі своєї галузі. Це може пояснюватись тим, що сусідня галузь є більш прибутковою, ніж та, в якій компанія оперує на даний момент часу. Здійснивши диверсифікацію, підприємство може перетворитись з вузькоспеціалізованого на багатогалузеве. Для досягнення бажаного результату від диверсифікації свої діяльності, підприємство повинно здійснити поглиблений аналіз конкуренції на цільовому ринку. Однак є межа ефективного розширення для будь-якого підприємства, що вибрало стратегію диверсифікації. В міру зростання структури підприємства, позитивний ефект буде зменшуватись, оскільки зростуть ризики та невизначеності, пов'язані з діяльністю підприємства.

Перешкодити появі очікуваних синергічних ефектів може небажання персоналу миритись зі змінами в організації. Це відбувається тому, що працівники через брак інформації щодо подальшого розвитку підприємства відчують невпевненість у завтрашньому дні. Також потрібно пам'ятати про складність інтеграції двох корпоративних культур. Проте ця проблема буде актуальнішою на Заході, де корпоративні культури підприємств є значно розвиненішими ніж в Україні.

Виокремлюють два основних рівні проблеми, пов'язані з персоналом об'єднаного підприємства: особистий і груповий. Особистий рівень пов'язаний з індивідуальним сприйняттям кожним співробітником змін, які відбуваються на підприємстві, його переживанням за своє робоче

місце, кар'єрний ріст і збільшення навантаження. Груповий рівень визначається організаційною культурою підприємства, яка формує сприйняття групової цілісності. Інтеграція уявляється працівниками загрозою для їхньої цілісності.

Для ефективного досягнення синергічного ефекту та для зменшення ризику втрати ключових менеджерів і спеціалістів під час реорганізації, рекомендується провести низку наступних заходів:

- На всіх рівнях підприємства сформулювати чіткі цілі та пояснити їх працівникам. Потрібно, щоб ці завдання були реальними.
- Зацікавити працівників і пояснити їхній внесок у процес злиття. Стимулювати ініціативу та обрати відповідальних за інтеграцію. План інтеграції обговорити на всіх рівнях організації.
- Проводити тренінги для працівників. Підтримувати зворотній зв'язок з персоналом. Для зняття напруги в колективі потрібно постійно інформувати працівників. Навчити працівників планувати та виявляти синергічні ефекти.
- Поетапно аналізувати результати реалізації синергії та джерела її створення.

Коли об'єднані підприємства продовжують працювати незалежно один від одного, особливих проблем з персоналом не виникає, адже всі працівники переважно залишаються на своїх місцях і їм не загрожує звільнення. Відповідно і клімат на підприємстві буде сприятливіший для ефективної роботи.

Під синергією розуміють суттєве підвищення ефективності і вартості об'єданого підприємства, порівняно з сумарною вартістю підприємств до реалізації угоди. Ефект синергізму, що виникає внаслідок злиття, може проявлятися в усіх сферах діяльності підприємств, починаючи з економії на сировині й закінчуючи залученням дешевого позикового капіталу. Для того, щоб реалізувати всі можливі синергії, керівництво повинно визначити основні цілі і завдання злиття та опрацювати їх на всіх рівнях – починаючи з рядових співробітників і закінчуючи керівниками підрозділів. Синергія злиття є річ ризикована, оскільки доступ до інформації про підприємство-ціль

часто може бути обмеженим. Потрібно також пам'ятати про втрати та негативні ефекти від об'єднання.

На сьогоднішній день процес злиття підприємств стає об'єктивною необхідністю, що забезпечує конкурентноздатність підприємства та його виживання. Головною причиною угод, коли підприємства використовують стратегії злиття чи поглинання є конкуренція, яка спонукає ефективно використовувати ресурси, знижувати витрати, та активно шукати інвестиційні можливості. Проте, під час прийняття рішення про злиття керівництво та акціонери підприємств повинні оцінити як переваги, так і труднощі, що виникають в результаті об'єднання.

Злиття та поглинання сприяють збільшенню ефективності діяльності підприємств, оскільки новий власник вважає заплачену суму нижче реальної, і планує отримати більший прибуток, ніж попередній власник, шляхом залучення підприємства в свій виробничий і фінансовий ланцюжок і виникнення синергічного ефекту.

Перспективи подальших досліджень, з точки зору цього дослідження, будуть стосуватись економічної оцінки синергічного ефекту та аналізу чинників, які впливають на можливість досягнення запланованої синергії. Планується дослідити наскільки синергічний ефект має перевищувати премію заплачену за злиття, щоб операція була успішною. Також будуть розглянуті наступні дві теорії злиття: теорія агентських витрат або вільних грошових потоків і теорія гордині.

Список використаних джерел

1. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту : пер. з англ. / Є. Ф. Брігхем. – К. : Молодь, 1997. – 1000 с.
2. Ван Хорн Д. К. Основы финансового менеджмента : пер. з англ. / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. 992 с.
3. Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 455 с. – У9(2)-Р835

4. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний: пер. з англ. / Патрик А. Гохан. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 741 с.
5. Янік В. Ефективність формування і розвитку підприємництва в умовах трансформації економіки постсоціалістичних країн / Вієслав Янік. – Львів: Вид. дім «Панорама», 2001.
6. Гвардин С. Финансирование сделок слияния и поглощения / С. Гвардин // Проблемы теории и практики управления. – 2006. – №8.
7. Зав'ялова О. Злиття і поглинання в Україні: від чого залежить успіх / О. Зав'ялова // Аналітичний журнал з менеджменту. Синергія. – 2004. – №1(8).

Тивончук І. О., Глинська Г. Я. Измерение синергичного эффекта слияния и поглощения предприятий.

Рассмотрено синергетический эффект от объединения предприятий. Исследовано взаимосвязь между синергетическим эффектом и премией, которая выплачивается за слияние. Предложено оценивать синергетический эффект с целью его успешного достижения. Описано операционные и финансовые синергии. Рассмотрено диверсификацию как один из мотивов слияния. Предложено эффективные меры для преодоления сопротивления персонала во время слияния с целью оптимального достижения синергетического эффекта.

Ключевые слова: синергетический эффект, слияние, поглощение предприятий, мотивы слияния.

Tivonchuk I. O., Glinska G. Ya. Measuring Synergetic Effect of Confluence and Absorption of Enterprises.

The synergetic effects from the union of the corporations have been examined. The connections between the bonus of enterprises acquisition and synergetic effect have been researched. The estimation of the synergetic effect has been proposed. The operating and financial synergetic effects have been described. The diversification as the motive of the merger process has been examined. The actions for the personnel during the process of merger have been proposed.

Key words: synergetic effects, confluence, absorption of enterprises, reasons of confluence.