

УДК 338.45:658.5

## СИНЕРГИЯ КАК МЕТОД ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Хасанова Г.Ф., Буренина И.В.

*Уфимский государственный нефтяной технический университет, г. Уфа  
e-mail: gukhasanova@yandex.ru*

**Аннотация.** Дано определение синергетического эффекта как важного элемента создания стоимости. Выявлены и систематизированы основные направления и формы проявления синергии. Представлены методы оценки эффекта синергии в рамках трех стоимостных подходов: доходного, сравнительного, затратного. У каждого метода выявлены преимущества и недостатки, на основании которых определены условия применения того или иного метода оценки синергии компании.

**Ключевые слова:** синергетический эффект, единство, интеграция ресурсов, слияние компаний, рост стоимости компании, доходный, сравнительный, затратный подход к оценке стоимости компании, метод дисконтированных денежных потоков

В экономической литературе синергия определяется как согласованное, взаимно усиливающееся действие двух или нескольких подсистем, увеличивающее упорядоченность системы в целом, в результате чего единая система производит больший эффект, нежели все ее подсистемы по отдельности. В бизнесе синергия означает преимущество группы компаний по сравнению с их разрозненной деятельностью.

Актуальность данной темы обусловлена тем, что одним из условий эффективности деятельности компании является скоординированность действия всех ее подразделений. Реальное достижение синергизма есть важная составляющая эффективного стратегического управления интегрированным бизнесом. Когда предприятие достигает синергии, оно создает дополнительную ценность, которая называется корпоративной ценностью.

Нефтяные компании достигают синергии путем интеграции различных ресурсов, покупки нефтегазовых компаний. Как известно, вертикально-интегрированные нефтяные компании строят полный технологический цикл – от разведки и добычи сырой нефти до переработки и продажи нефтепродуктов. Нередко ВИНК имеют в своем составе химические подразделения, которые занимаются переработкой нефтепродуктов. Основные преимущества вертикальной интеграции – это надежность поставок, экономия на транзакционных издержках и на масштабе, контроль над добавленной стоимостью внутри одной организации.

Слияние создает значительную синергию и способствует развитию торговли и маркетинга, а также поставок нефтяного сырья, позволяет обладать производственными и финансовыми преимуществами вертикальной интеграции по

всей отраслевой цепочке формирования стоимости. Объединение нефтяных компаний способно привести к значительному увеличению масштабов деятельности, рыночной капитализации, расширению финансовых возможностей, привлечению капиталов по более низкой цене.

Эффект синергизма является результирующим показателем, характеризующим увеличение стоимости компании после преобразования.

Синергетический эффект для нефтяной компании может проявляться в двух направлениях:

– прямая выгода – это увеличение денежных потоков за счет снижения издержек. Конкретную величину прироста денежных потоков можно вычислить в процессе планирования приобретения или слияния компаний, соответственно, качество таких оценок будет зависеть от того, насколько количественно измеримы возможности для улучшения деятельности.

– косвенная выгода заключается в том, что акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора, и потому их рыночная стоимость, учитывающая увеличение денежных потоков, возрастет.

В целом эффект синергии или выгода будет зависеть от того, насколько удалось улучшить сочетание свойств целостности и обособленности реорганизованной компании.

Существует два способа измерения эффекта организационной синергии нефтяной компании:

1. Оценка сокращения затрат при совместном ведении операций при данном уровне дохода;
2. Оценка увеличения прибыли при данном уровне инвестиций.

Для оценки степени синергии И. Ансофф предложил измерять совместные эффекты между двумя товарно-рыночными решениями, при оценке же сильных и слабых сторон ранжируются способности компании относительно некоторого желаемого уровня. Первое используется для принятия решения о новом товаре/рынке, второе – для решения о развитии определенных сильных сторон или об устранении некоторых недостатков внутри компании. При одном и том же объеме инвестиций нефтяная компания, производящая весь набор услуг, может получить большую прибыль или иметь меньшие издержки, чем несколько отдельных конкурирующих компаний.

Возможные последствия от получения синергетического эффекта представлены на рис. 1.

Очевидно, что эффект синергии возникает только в том случае, когда в результате объединения у компании появляется новая компетенция или стратегическое преимущество, не доступное ее конкурентам, что и приводит к более высокой оценке ее стоимости со стороны рынка.

|                 |   |
|-----------------|---|
| Финансы         | Экономия на масштабах;<br>Экономия на вертикальной интеграции – получение под контроль одного из (недостающих) звеньев цепочки добавленной стоимости или функции;   |
| Клиенты и рынок | Вход на новые рынки;<br>Усиление рыночного влияния;<br>Оптимизация портфеля услуг;<br>Достижение преимущества при работе с поставщиками и кредиторами;  |
| Бизнес-процессы | Централизация и устранение дублируемых функций;   |
| Потенциал       | Объединение сетей продаж;<br>Появление достаточных мощностей, чтобы конкурировать за крупные заказы;<br>Получение дополнительных знаний о продуктах и рынке, технологий ( в т.ч. ИТ, лицензии и проч.), продуктов и ТМ. |

Рис. 1. Последствия от получения синергетического эффекта для нефтяной компании

Чем крупнее компания, тем больше она имеет возможностей по применению синергии и тем больше у нее вариантов по увеличению экономической эффективности деятельности.

Возможные формы проявления синергии систематизированы в укрупненные группы и представлены на рис. 2.

Учет форм проявлений эффекта синергии может носить различный характер. Наиболее часто применяемой является методика, основанная на стоимостных подходах (рис. 3): доходного, сравнительного (рыночного) и затратного (имущественного).

Сравнительная характеристика преимуществ и недостатков подходов и методов оценки эффекта синергии компаний (табл. 1) показывает, что каждый из рассмотренных подходов к оценке, как правило, учитывает только одну из сторон интеграции, акцентирует внимание на отдельных процессах.

Для усовершенствования методики оценки эффекта синергии компаний требуется определить условия применения каждого из подходов и методов оценки эффекта синергии и направления их совершенствования.

Наиболее часто в практике оценки эффекта синергии используются, как и в случае оценки бизнеса, методы доходного подхода. Эти стандартные методы оценки (прежде всего, метод дисконтирования денежных потоков) учитывают проявление эффекта синергии как прирост дисконтируемых денежных потоков для акционеров (в результате прироста выручки, экономии на расходах, налоге на прибыль, капиталовложениях, инвестициях в оборотный капитал).

Метод дисконтирования денежных потоков, позволяет учесть все многообразие форм проявления эффекта синергии компаний, а также провести анализ распределения эффектов синергии во времени.

Оценка эффекта синергии осуществляется на основе метода дисконтированного денежного потока (DCF) в соответствии со следующими шагами (рис. 4).

На шаге 3 анализ эффектов синергии выстраивается с качественной и количественной стороны.

Качественный анализ предполагает создание «списка заявок» на эффекты синергии и отбор из него наиболее вероятных (реалистичных) причин их возникновения (применительно к конкретной сделке) на основе выявления потенциала комбинирования ресурсов.



Рис. 2. Формы проявления эффекта синергии

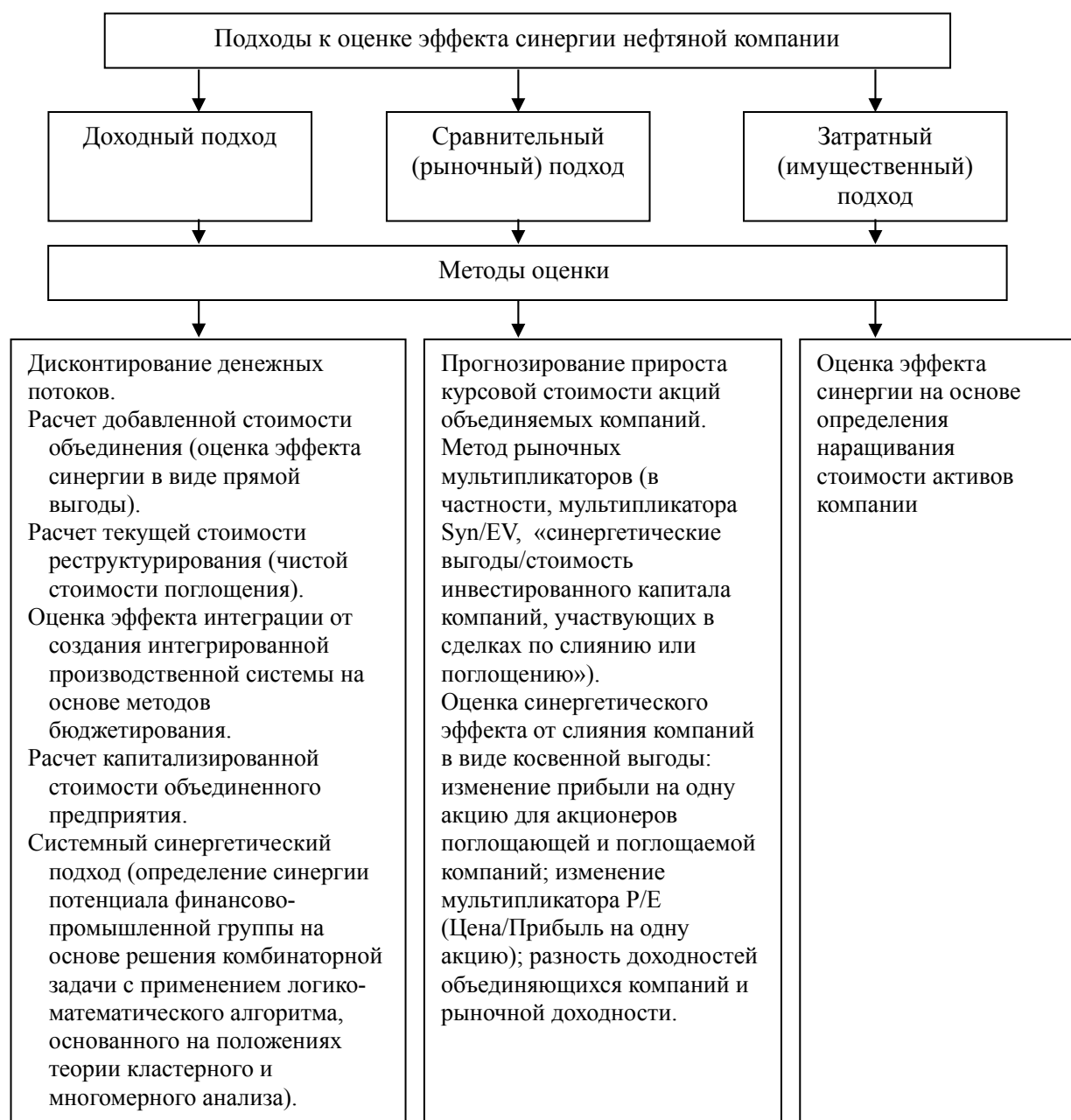


Рис. 3. Классификация подходов и методов оценки эффекта синергии от слияния и поглощения нефтяных компаний

Таблица 1. Сравнительная характеристика достоинств и недостатков подходов и методов оценки эффекта синергии от слияния/поглощения компаний

| Подход                    | Преимущества   | Недостатки   |
|---------------------------|--|--|
| Доходный                  | <p>Учитывает будущие изменения доходов, расходов.</p> <p>Учитывает уровень риска.</p> <p>Учитывает интересы инвестора.</p> <p>Подход наиболее информативен.</p> <p>Позволяет оценить и учесть все синергетические эффекты в виде прироста денежных потоков для акционеров.</p> | <p>Сложность прогнозирования будущих результатов и затрат.</p> <p>Возможно несколько норм доходности, что затрудняет принятие решения.</p> <p>Трудоемкость расчетов.</p>   |
| Рыночный (сравнительный)  | <p>Базируется на реальных рыночных данных.</p> <p>Отражает существующую практику продаж и покупок.</p> <p>Учитывает влияние отраслевых (региональных) факторов на цену акций компании</p>  | <p>Отсутствие точной информации по сделкам интеграции компаний.</p> <p>В расчет принимается только ретроспективная информация.</p> <p>Требует внесения множества поправок в анализируемую информацию.</p>  |
| Затратный (имущественный) | <p>Учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов.</p> <p>Дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов.</p> <p>Обоснованность результатов, т.к. расчеты опираются на финансовые и учетные документы.</p>    | <p>Отражает прошлую стоимость.</p> <p>Не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки.</p> <p>Не учитывает перспективы развития предприятия.</p> <p>Не учитывает риски.</p> <p>Отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия</p> <p>Подход позволяет учесть лишь одну из форм проявления эффекта синергии – операционную синергию, поэтому величина синергии существенно занижена.</p> |

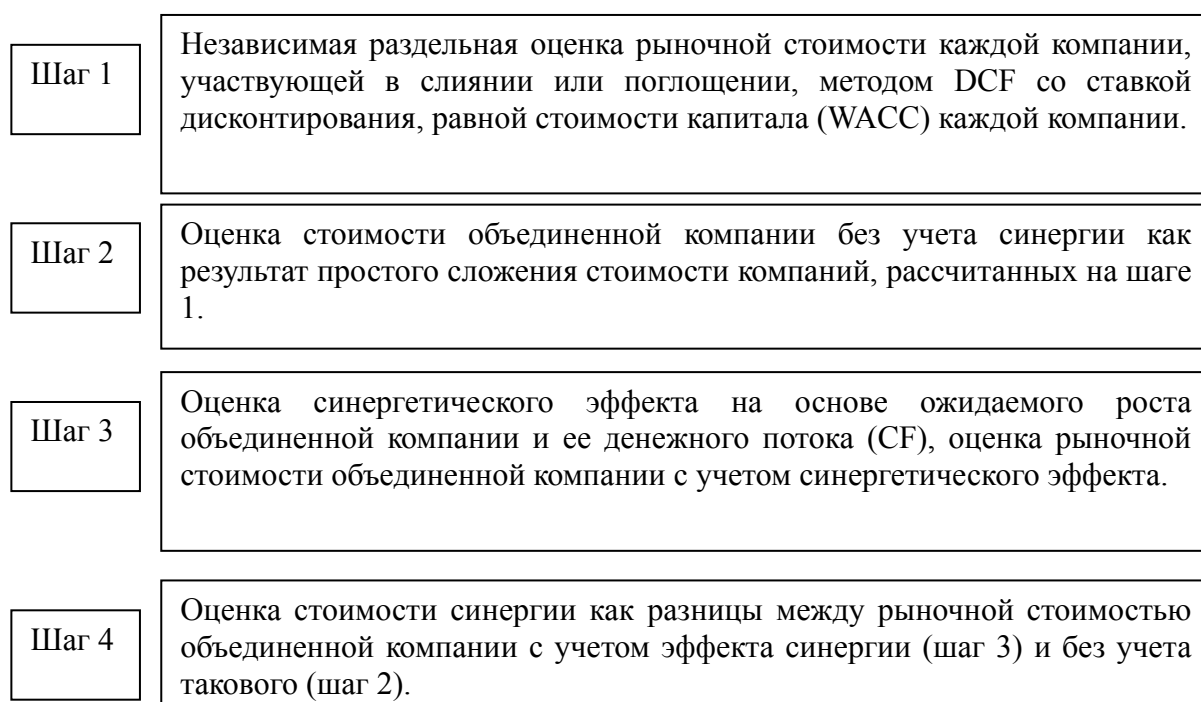


Рис. 4. Этапы оценки эффекта синергии  
на основе метода дисконтированного потока

При количественной оценке определяются прогнозные приросты параметров, определяющих поступление денежных средств: рост выручки за счет увеличения объема продаж, выхода на новых клиентов, улучшения качества продукции, усиления конкурентной позиции компании; снижение затрат и ускорение роста продаж за счет экономии на масштабах выпуска и новых возможностей роста; снижение оттоков по налогу на прибыль за счет оптимизации налоговых выплат; снижение инвестиций в оборотный капитал и экономия инвестиций в долгосрочные активы за счет экономии на масштабах и гибкости; изменение чистого долга за год, прирост заемного долгосрочного капитала с учетом влияния финансовой синергии, улучшения доступа к кредитным ресурсам.

Эффекты синергии призваны обеспечить возобновляющийся поток выгод, поэтому необходимо провести анализ их распределения во времени. Суммарный поток дополнительных выгод оценивается в соответствии с требуемой за инвестиционный риск доходности путем дисконтирования по барьерной ставке, для чего проводится анализ факторов риска и ставки затрат на собственный капитал, также связанных с финансовой синергией. В результате оценки эффектов синергии будет получена добавленная ими инвестиционная стоимость.

Таким образом, эффект синергии на основе метода дисконтирования денежных потоков может быть представлен следующим образом:

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

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex + \Delta Debt, \quad (2)$$

где:

$\Delta FCFE$  (free cash flow to equity) - поток денежных средств для акционеров;

$\Delta S$  (sales) – прирост выручки;

$\Delta C$  (costs) – экономия на расходах;

$\Delta T$  (tax) – экономия на налоге на прибыль;

$\Delta NWC$  (net working capital) – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

$\Delta Capex$  (capital expenditure) – экономия на капиталовложениях;

$\Delta Debt$  – изменение чистого долга (с учетом финансовой синергии);

$re$  (return) – доходность акционерного капитала.

С одной стороны, доходный подход является наиболее объективным и информативным в определении стоимости бизнеса при слияниях. Он одинаково хорошо применим для оценки как рыночной, так и инвестиционной стоимости и позволяет наиболее точно оценить синергию (каждый из ее источников) и затраты на интеграцию. Столь детально оценить синергию не позволяет никакой иной метод. С другой стороны, методы доходного подхода к оценке не всегда дают объективные результаты. Важно точно спрогнозировать ожидаемые денежные потоки, определить уровень ставки дисконта, оценить стоимость приобретаемой фирмы, проанализировать данные по прошлым аналогичным сделкам и сделать адекватные заключения по будущим.

При оценке эффекта синергии на основе сравнительного подхода величину данного эффекта можно рассчитать на основе прогнозируемых значений прироста курсовой стоимости акций компаний. Когда одна компания платит премию, чтобы приобрести другую, в этом решении содержится послание акционерам покупателя, что через данное приобретение возможно создание стоимости, превышающей премию, поскольку менеджмент способен добиться синергетических эффектов. В движении курсов их акций выражены ожидания и оценки инвесторов по поводу перспектив развития каждой компании в отдельности.

Однако возможность такой оценки представляется проблематичной. Сложно спрогнозировать изменение курса акций цели и покупателя, так как в настоящее время не по всем сделкам интеграции существует подробная информация, трудно подобрать компанию - аналог, а из отобранных не все присутствуют на ММВБ и в РТС. Не бывает двух абсолютно идентичных слияний, поэтому в расчетах используются усредненные рыночные мультипликаторы, к тому же, сравнительный подход не позволяет выявить все потенциальные источники синергии.



Поэтому на основе данного подхода можно получить лишь приблизительное значение эффекта синергии.

Нередко оценка эффекта синергии проводится на основе затратного подхода как увеличение стоимости имущественного комплекса компании по мере комплектования его имущества вновь создаваемыми либо приобретаемыми со стороны материальными и нематериальными активами. Зачастую покупается бизнес, а не набор активов, следовательно, затратный подход может иметь ограниченное применение, так как не учитываются нематериальные активы, которые присущи бизнесу в целом и отсутствуют у каждого индивидуального актива, поэтому в действительности данный подход не позволяет учесть синергетический эффект.

### **Выводы**

Таким образом, в данной статье систематизированы формы проявления эффекта синергии. Достижение синергии позволяет создать дополнительную ценность, которая проявляется в трех формах: рост выручки, снижение затрат и комбинированное воздействие на стоимость и величину денежных потоков компании.

Проанализированы методы оценки синергетического эффекта, опирающиеся на три стоимостных подхода: доходный, сравнительный, затратный, проведен сравнительный анализ преимуществ и недостатков рассматриваемых подходов.

Так как доходный подход является наиболее объективным и информативным, его целесообразно использовать компаниям, для которых можно достаточно обоснованно спрогнозировать будущие денежные потоки. Доходный подход позволяет учесть все возможные эффекты синергии компании. Сравнительный подход удобен для осуществления экспресс-оценки ожидаемого эффекта синергии и предварительного отбора компаний-целей в сделках слияния/поглощения. Затратный подход рекомендуется применять на стадии первоначального формирования имущественного комплекса компании.

### **Литература**

1. Каплан Р., Нортон Д. Стратегическое единство. Создание синергии организации с помощью сбалансированной системы показателей. М.: Вильямс, 2006. 384 с.
2. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. СПб.: Питер, 1999. 416 с.
3. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 576 с.
4. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. М.: Проспект, 2004. 360 с.

## **SYNERGY AS A METHOD FOR INCREASING COMPANY'S EFFECTIVENESS**

Khasanova G.F., I.V. Burenina

*Ufa State Petroleum technological University, Ufa, Russia  
e-mail: gukhasanova@yandex.ru*

**Abstract.** *The article provides a definition of synergy as an important element of value creation. Identified and classified the main directions and forms of synergy. The methods estimate the synergies among the three cost approaches: the income, comparative, cost-based. Each method identified the advantages and disadvantages under which the conditions for application of a method for assessing the synergy of the company.*

**Keywords:** *synergy, unity, integration of resources, merger, company's value growth, income, comparative, cost approaches to company valuation, discounted cash flow method*

### **References**

1. Kaplan R.S., Norton D.P. Strategicheskoe edinstvo. Sozdanie sinergii organizatsii s pomoshch'yu sbalansirovannoi sistemy pokazatelei. Moscow, Williams, 2006. 384 p. (Translated from: Robert S. Kaplan, David P. Norton. Alignment: Using Balanced Scorecard to Create Corporate Synergies, Harvard Business Review Press. 2006. 302 p.)
2. Ansoff I. Novaya korporativnaya strategiya. SPb., Piter, 1999. 416 p. (Translated from: H. Igor Ansoff. The New Corporate Strategy, 1988).
3. Kouplend T., Koler T., Murrin Dzh. Stoimost kompanii: otsenka i upravlenie. Moscow, Olimp-Biznes, 2005. 576 p. (Translated from: Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies). Moscow, Olimp-Biznes, 2005. 576 p.
4. Valdaitsev S.V. Otsenka biznesa (Business valuation). Moscow, Prospect, 2004. 360 p.