

آیا سینرژی مالی (هم افزایی مالی) را می شناسید؟

۱. مقدمه

مباحث زیادی وجود دارد که تقریباً در طول زندگی برای همه مهم هستند. به طور شگفت آور، از ابتدایی تا دبیرستان مباحث ازدواج، والدین و امور مالی شخصی بطور جدی آموزش داده نمی شوند! در نتیجه مجبور می شویم با اشتباهات خود یا یادگیری از اطرافیان خود، آنها را یاد بگیریم.

باگذشت زمان و به موازات گسترش فعالیت‌های اقتصادی و افزایش پیچیدگی آن، هدف‌ها و روش‌های امور مالی برای جوابگویی به نیازهای اطلاعاتی، توسعه یافته است و دانش مالی با سرعت زیادی به منظور جوابگویی به نیازهای انسان در مسیر تکامل و پویایی هر چه بیشتر قرار گرفته است.

در طول سال‌های اخیر دانش مالی تحول جدی داشته است. این حوزه مطالعاتی از جمله مهمترین ضروریات اقتصادی است. حوزه مالی بالاخص رو شهای تامین مالی و سرمایه گذاری و ارایه گزارشات شفاف و به موقع عملکرد و سایر مفاهیم این عرصه از مفاهیمی هستند که در پیشرفت و توسعه کشورها نقش اساسی و زیر بنایی ایفا می کنند. یکی از این نوآوری‌های دانش مالی هم افزایی مالی (financial Synergy) است.

هم افزایی به معنای "عمل ترکیبی"^۱ است و ریشه آن در کلمه یونانی^۲ است که به معنای همکاری مشترک است. همچنین گلد و کمپل (Goold & Campbell, 1998) واژه هم افزایی را به معنی "کار با هم"^۳ تعریف کرده اند. ایگور آنسوف (Igor Ansoff) (۱۹۶۵) مفهوم هم افزایی را وارد مدیریت استراتژیک کرد. وی اصطلاح هم افزایی را برای توصیف این نتیجه به کار برد که بازده ترکیبی یک کل بیشتر از مجموع بازده قسمت‌های منفرد است (Knoll, 2008). نظریه هم افزایی هم اکنون در علوم طبیعی (فیزیک، شیمی و غیره)، اقتصاد، جامعه شناسی، شرکتهای تولیدی و غیر تولیدی بطور گسترده، بحث برانگیزترین و جالب ترین موضوع است (Yakimtsov, 2015).

هر چه که ما کلمه هم افزایی (Synergy) را در فرهنگ جامع بیشتر کاوش کنیم، این تعریف با "همکاری و مشارکت بر اساس مفاهیم چون "تلاش ترکیبی، تلاش تیمی، کار گروهی، اتحاد، وحدت و کار با هم" مترادف است. زمانی که دو یا چند عنصر یا عامل با هم، هم یاری یا تعامل داشته باشند، معمولاً اثری به وجود می آید. اگر این اثر از مجموع اثرهایی که هر کدام از آن عناصر جداگانه می توانستند به وجود آورند، بیش تر شود، در این صورت پدیده هم افزایی رخ داده است. از قدیم نیز گفته اند: «همکاری نتیجه بهتری می دهد» و آن نتیجه بهتر همین هم افزایی است (Smith, 2011).

در حوزه مطالعات مدیریت و سازمان، برای بیان اثر فعالیت گروهی و افزایش بازده کار گروهی به فعالیت های فردی و مستقل، از این واژه استفاده می شود. به طوری که گروه ها استعداد هم افزایی را فراهم آورده و

¹ combined action

² synergos

³ Working Together

کارکردی بیش از جمع توانایی های تک تک اعضای خود دارند. لذا موضوع هم افزایی برای مدت های طولانی به فراموشی سپرده شد، اما با فشارهای شدید سهامداران و شدت یافتن رقابت، موضوع هم افزایی مجدداً مطرح شد. هم افزایی نوعی منطق است که در آن، جمع واقعی حاصل از اجزا، از جمع جبری آن بیشتر می شود. به عبارت دیگر، در این منطق فکری، جمع $2+2$ عددی بیشتر از 4 (فرضاً 5) است (Markides & Williamson, 1994). پدیده هم افزایی از راه تلاش هماهنگ و سازمان یافته حاصل می گردد و تلاش های فردی اعضا منجر به سطحی از عملکرد می شود که بیش از مجموع درون دادهای فردی آنها است همانطور که انسوف مطرح کرد، این امر نیازمند استفاده مناسب از توانمندیهای اصلی یک شرکت از فرصت های بوجود آمده می باشد.

منافع هم افزایی را می توان از منابع مختلف زیادی دریافت کرد. یک شرکت ترکیبی، می تواند با صرفه جویی در مقیاس، دامنه و کاهش هزینه های اداری از طریق ادغام دارایی⁴، ترکیب عملیات فروش⁵ و تولید شرکت های در حال ادغام، به اشتراک گذاری اطلاعات، کانال های توزیع، علائم تجاری و حذف منابع عملیاتی زائد تولید هم افزایی نماید (Alhenawi & Krishnaswami, 2015; Capron, 1999).

از منظر مالی، هم افزایی را می توان به عنوان "سود خالص⁶ افزایشی مثبت ناشی از ترکیب دو شرکت از طریق ادغام یا اکتساب" تعریف کرد. بنابراین، هم افزایی تفاوت مثبت بین ارزش شرکت ترکیبی و مجموع ارزش شرکت ها به عنوان نهادهای جداگانه است. در غیر این صورت، هم افزایی به این واقعیت اشاره دارد که یک ترکیب شرکتی می تواند قبل از اکتساب یا ادغام دارای ارزش بیشتری نسبت به بخش های مختلف شرکت ها باشد (Bousquet, 2017).

بر اساس ماهیت و منابع، می توان هم افزایی ها را به روش های مختلفی دسته بندی کرد. اگرچه هم افزایی ها از دهه ها قبل مورد علاقه و مطالعه بوده اند، اما هنوز در مورد اینکه روش مناسب برای طبقه بندی انواع هم افزایی چیست اتفاق نظر وجود ندارد (Sinkkonen, 2019).

از این رو هم افزایی، منافع مالی انگیزه ادغام و اکتساب را فراهم می کند. این هم افزایی ها شامل: هم افزایی عملیاتی⁷، هم افزایی مالی⁸، هم افزایی مدیریتی⁹ یا درآمدی حاصل می شوند. هم افزایی عملیاتی به دلیل کاهش هزینه ها¹⁰ اتفاق می افتد. هم افزایی مالی به دلیل کاهش هزینه سرمایه از طریق کاهش ریسک، افزایش اندازه شرکت، افزایش جریان های نقدی و افزایش حاشیه های مالی¹¹ اتفاق می افتد (Sevenius, 2003). هم افزایی های مدیریتی از قابلیت های مدیریتی حاصل می شوند که اکتساب شرکت به ارمغان می آورد (Trautwein, 1990).

⁴ Assets

⁵ Sales

⁶ Net profit

⁷ Operating synergies

⁸ Financial synergies

⁹ Managerial synergies

¹⁰ Costs

¹¹ Financial Margins

هم افزایی مالی به چگونگی تحت تأثیر قرار گرفتن هزینه سرمایه^{۱۲} با ادغام یا اکتساب مربوط می شود. باور این است که هزینه سرمایه باید پس از ادغام یا اکتساب کاهش یابد. این هم افزایی ممکن است هنگامی اتفاق بیفتد که جریان وجوه نقد از شرکت های ادغام شده به هم ربط نداشته باشد، به گونه ای که موجب صرفه جویی در هزینه با استفاده از اوراق قرضه^{۱۳} ارزان تر یا هزینه های معاملات^{۱۴} شود، یا با تولید ارز داخلی فرصت های سرمایه گذاری بهتری پیدا کند (DePamphilis 2019).

محققان حوزه مالی و حسابداری، هم افزایی را به عنوان، ارزش خالص جریان های نقدی^{۱۵} که از بهبودهایی ناشی از ترکیب شرکت ها حاصل می شوند، تعریف کرده اند (Eccles, & et al, 1999). مهمترین هدف یک شرکت تجاری به حداکثر رساندن ارزش سهامداران است، از این رو ارزیابی هم افزایی حاصل از ادغام یا اکتساب (M&A) ضروری است، که می تواند از طریق ارزیابی عملکرد مالی یک شرکت از صورت های مالی سالانه قبل و پس از ادغام یا اکتساب حاصل شود (Khan & Jain, 2007).

ایده هم افزایی این است که وقتی دو سازمان با هم ترکیب می شوند، نتیجه این است که آنها عملکرد بهتری نسبت به مجموع بخش های جداگانه دارند. این بدان معنی است که هم افزایی باعث ایجاد ارزش^{۱۶} می شود. استدلال می شود که هم افزایی مالی تحت تأثیر ارزش ادغام و اکتساب است که از طریق کاهش هزینه های اداری شرکت تجاری، بهبود فرآیند (تنوع سازی)، افزایش درآمدها^{۱۷}، افزایش ظرفیت بدهی^{۱۸} و مزایای مالیاتی^{۱۹} رخ می دهد.

۲. سازورکار های هم افزایی مالی

در واقع اکثر شرکت ها در تلاشند تا به هم افزایی مالی (و تا حدودی هم افزایی مدیریتی)، دست یابند. هم افزایی استراتژی مالی (شامل؛ تناسب محیط بازار، تناسب محیط سرمایه گذاری و سود رقابتی صنعت)، هم افزایی منابع مالی (شامل؛ تخصیص منابع، تخصیص دارایی و تخصیص بودجه)، و هم افزایی سود مالی (شامل؛ رضایت ذینفع، رضایت کارمند، رضایت مشتری و رضایت تأمین کننده)، سه نیروی محرکه مهم هم افزایی مالی گروه های شرکتی هست که در شکل ۱ ارائه داده شده است.

¹² Cost Of Capital

¹³ Bonds

¹⁴ Transaction Costs

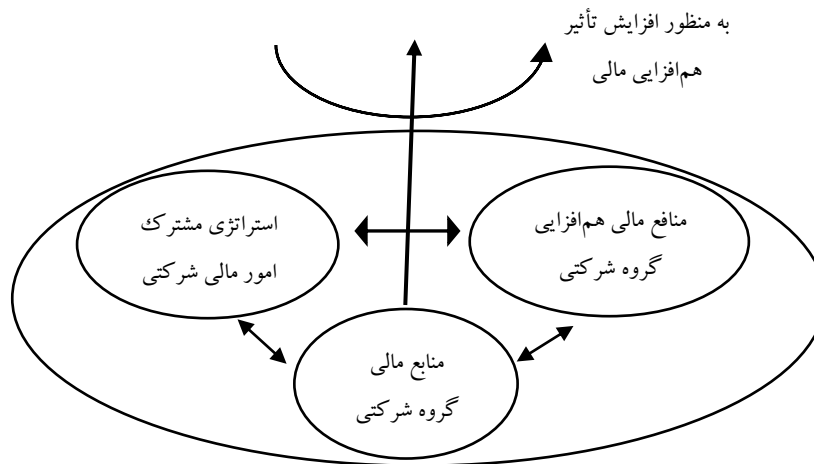
¹⁵ Net Present Value Of Cash Flows

¹⁶ Value

¹⁷ Revenues

¹⁸ Debt Capacity

¹⁹ Tax Benefits



شکل ۱. سازوکار هم‌افزایی سه بعدی مالی شرکت

زمانی این سه نیروی محرک با هم تأثیر گذارند که هم‌افزایی مالی گروه شرکتی به طور کامل ایجاد شده باشد. با این حال، هنگامی که یک یا دو نیروی محرک عقب می‌مانند یا نقش آنها محدود می‌شود، ممکن است جهت هم‌افزایی مالی از هدف مورد نظر منحرف شود. وقتی هم‌افزایی محیط مالی نقش اصلی را داشته باشد، تا حدی حاکمیت هم‌افزایی مالی گروه شرکتی، قادر به ترکیب ارزش‌های اقتصادی هم‌افزایی منابع مالی و هم‌افزایی سود مالی نخواهد بود، زیرا در بهبود استحکام سیستم هم‌افزایی متمرکز است. به همین ترتیب، هنگامی که هم‌افزایی سود مالی نقش اصلی را بازی می‌کند، حاکمیت هم‌افزایی امور مالی گروه‌های شرکتی توجه بیشتری به مسئله هماهنگی منافع ذینفعان خواهند داشت، که این امر باعث می‌شود جهت‌گیری هم‌افزایی استراتژی مالی و هم‌افزایی منابع مالی کاهش یابد (Yu, 2015).

منابع

- Andriuškevicius, K. (2015). Opportunities and challenges of value creation through merger and acquisitions in cyclical economies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 213. 764-769.
- ANSOFF, IGOR H. (1965). "Corporate Strategy" Penguin (Harmondsworth) March .
- Bousquet J. (2017). Synergies Valuation in M&A. Master Thesis HEC Paris .Student at HEC Paris .Major in Finance .Grande Ecole .Practical Application in Financial Institutions , Acquisition BNP Paribas - Fortis Bank.
- Capron, L. (1999). The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*, 20(11), 987-1018.
- DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.
- Eccles, R. G., Lanes, K. L., & Wilson, T. C. (1999). Are you paying too much for that acquisition?. *Harvard Business Review*, 77, 136-148.

Goold, M., & Campbell, A. (2000). Taking stock of synergy: a framework for assessing linkages between businesses. *Long Range Planning*, 33(1), 72-96.

Sevenius, R. (2003). *Företagsförvärv: en introduktion*. Studentlitteratur.

Sinkkonen, A. (2019). Evaluating the performance of a merger through synergy capture: evidence from Finland. Lappeenranta-Lahti University of Technology, School of Engineering Science.

Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic management journal*, 11(4), 283-295.

Yu, J. (2015). Synergistic Model Construction of Enterprise Financial Management Informatization. In 2015 2nd International Conference on Electrical, Computer Engineering and Electronics (pp. 722-729). Atlantis Press.

Yakimtsov Viktor (2015) "LAWS OF SYNERGY IN THE ECONOMY" *European Scientific Journal*

Markides, CC .PJ Williamson –"Related diversification, core competences and corporate performance" *Strategic management journal*, 1994 - Wiley Online Library.