

На правах рукописи

ПРОШКОВ Антон Игоревич

**УПРАВЛЕНИЕ СЛИЯНИЕМ В ПРОЦЕССЕ ПОКУПКИ
ПРЕДПРИЯТИЯ И ОЦЕНКА ЕГО ВЛИЯНИЯ НА СТОИМОСТЬ
КОМПАНИИ**

Специальность 08.00.05. – Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность)

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Санкт-Петербург 2011

Работа выполнена в государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный политехнический университет» (ГОУ ВПО «СПбГПУ»).

НАУЧНЫЙ РУКОВОДИТЕЛЬ:	Засл. деятель науки РФ, доктор экономических наук, профессор Глухов Владимир Викторович
ОФИЦИАЛЬНЫЕ ОППОНЕНТЫ:	Доктор экономических наук, профессор Соколицын Александр Сергеевич Кандидат экономических наук, доцент Кваша Надежда Владимировна
ВЕДУЩАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ:	ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»

Защита состоится «16» июня 2011 г. в 14:00 на заседании диссертационного совета Д 212.229.23 при ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный политехнический университет» по адресу: 195251, Санкт-Петербург, Политехническая, 29, 3 учебный корпус, 506 ауд.

С диссертацией можно ознакомиться в фундаментальной библиотеке ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный политехнический университет»

Автореферат разослан «__» _____ 2011 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета Д 212.229.23
доктор экономических наук, профессор

С. Б. Сулоева

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Одним из эффективных способов развития предприятия является его реорганизация в форме присоединения других компаний на рынке к обществу. Финансовый кризис второй половины 2008 г. негативным образом отразился на конкурентоспособности и устойчивости многих компаний в различных отраслях экономики. В таких условиях покупка и интеграция чужого бизнеса как форма неорганического роста компании приобретает свою особую актуальность. Однако кризис также внес существенные изменения в количество и динамику проводимых сделок по покупке предприятий на мировом рынке. В первом квартале 2009 г. глобальный объем рынка M&A снизился на 33 % по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. В течение 2009 г. продвижение большего количества сделок останавливалось на этапе обсуждения условий, так и не достигнув окончательного заключения. Сделки, состоявшиеся после начала дефолта, были в основном обусловлены вынужденной реструктуризацией предприятий.

В таких условиях особую актуальность, как в методологическом, так и в практическом аспекте приобретает качество процесса согласования, заключения и управления сделкой по покупке бизнеса. Количество и объем сделок в денежном выражении теряют первостепенную значимость. Участники рынка вынуждены уделять больше внимания вопросу эффективной интеграции компаний, которая имеет прямое влияние на ценность сделки и стоимость объединенной компании.

В силу значительно меньшего опыта и менее существенной в денежном выражении практики проведения подобных сделок наиболее тяжелые последствия от кризиса ощутили на себе рынки M&A Восточной Европы. Особенно актуальной на сегодняшний день указанная проблема является для российского сектора M&A. Цена крупнейшей российской сделки в 2009 г. была в 80 раз ниже аналогичной величины на рынке США. Покупатели сталкиваются с необходимостью выделения дополнительных ресурсов на совершенствование системы управления процессом покупки, чтобы добиться прогнозируемого положительного результата. В связи с этим появляется потребность в формулировке и использовании методологии эффективного управления процессом интеграции целевой компании, возникает необходимость в разработке формализованного подхода к прогнозированию величины синергетического эффекта и стоимости бизнеса после закрытия сделки.

Несмотря на значительный интерес ученых к данному вопросу многие теоретические и методологические аспекты еще недостаточно разработаны. Не уделяется должного внимания специфике ведения интеграционного процесса на российском рынке M&A.

В связи с этим своевременным и необходимым является разработка инструментов воздействия на процесс интеграции компаний и идентификация связи между эффективным структурированием сделки по покупке предприятия и величиной синергетического эффекта как неотъемлемого компонента стоимости вновь формируемого бизнеса.

Целью исследования является разработка научно-методической концепции и методики эффективного управления интеграционным процессом для увеличения ценности сделки и стоимости объединенной компании после закрытия сделки.

Основной задачей исследования является обоснование приемов и способов управления интеграцией в процессе покупки предприятия с целью увеличения стоимости вновь формируемой компании. Для выполнения этой задачи были решены следующие вопросы:

1. Проанализировать динамику хозяйственной деятельности предприятия на стадии выбора целевой компании для осуществления покупки.

2. Выявить ключевые этапы и принципы покупки компании, а также произвести систематизацию факторов, влияющих на данный процесс в современных социально-экономических условиях.

3. Обосновать состав затрат и определить влияющие факторы и условия.

4. Уточнить условия увеличения ценности сделки, спрогнозировать негативные последствия ненадлежащей реализации процесса покупки предприятия и предложить способы уменьшения степени риска их появления.

5. Обосновать преимущества системы информационного обеспечения процесса интеграции.

6. Систематизировать этапы развития и характерные признаки российского рынка сделок по покупке предприятий.

7. Предложить методику оценки синергетического эффекта с учетом факторов и источников создания добавленной стоимости, получаемой в результате сделки.

Объектом исследования являются крупные зарубежные и российские предприятия из различных отраслей экономики, принимающие участие в формировании национальной экономической системы в форме рынка сделок слияний и поглощений.

Предметом исследования являются управленческие отношения, возникающие в процессе формирования предприятия, вновь образованного в результате проведения сделки.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили работы ряда зарубежных и отечественных авторов: В. В. Глухова, М. Д. Медникова, А. П. Градова, Э. А. Козловской, В. В. Кобзева, А. С. Соколицына, Р. Ф. Брюнера, У. Шарпа, Р. А. Брейли, С. Ровита, С. В. Гвардина, Ю. В. Игнатишина, Д. А. Ендовицкого, И. Н. Чекун, М. Г. Ионцева, И. Н. Корнеева, С. Г. Фень, Г. А. Маховикова, В. Е. Соболева, А. Е. Молотникова, А. Р. Лажу, С. Ф. Рида, Р. Д. Айелло, К. Лемаер, Д. Веббера, и др.

Методы исследования: в ходе проведения работы применялся метод сбора и статистической обработки информации, экономического и системного анализа.

Научная новизна исследования заключается в развитии механизмов формирования корпоративных образований в российской экономике с учетом глобализации мировой экономики.

Научные результаты диссертации:

1. Сформированы свойства процесса интеграции и предложены варианты их квантификации.

2. Сформулированы признаки эффективной стратегии поведения на рынке сделок по покупке предприятий, способствующей получению доходности, превосходящей стоимость капитала компании.

3. На основании выявленной неоднозначности факторов, влияющих на процесс покупки, обоснован выбор направления исследования и разработаны предварительные рекомендации относительно управления покупкой.

4. Уточнены процедуры создания условий увеличения ценности сделки, как для продавца, так и для покупателя.

5. На примере электронных банков данных обоснованы преимущества использования инструментов систем информационного обеспечения процесса интеграции.

6. В результате анализа особенностей отечественной практики проведения сделок по покупке предприятий идентифицировано влияние современных условий функционирования российского рынка на структуру добавленной стоимости.

7. Уточнена методика комплексного расчета эффекта синергии, учитывающая факторы и источники его создания.

Практическая значимость результатов, полученных в ходе исследования, состоит в возможности повышения качества управления сделкой покупки бизнеса в части эффективного структурирования интеграционного процесса, что обеспечивает конкурентное преимущество перед другими потенциальными покупателями целевой компании и позволяет с большей точностью спрогнозировать наличие и величину синергии, возникающей в результате сделки.

Достоверность полученных результатов подтверждается использованием общепринятых теоретических положений, изложенных в литературных источниках, анализом фактических результатов деятельности различных крупных зарубежных и российских компаний, обсуждением предлагаемых положений на международных научно-практических конференциях, а также практикой ведения бизнеса компаниями, вовлеченными в процесс сопровождения сделок по покупке компаний.

Личное участие автора в получении результатов, изложенных в диссертации, заключается в сборе исходного статистического, фактического и методического материала, обобщении вопросов управления интеграционным процессом, сравнительном анализе методик определения цены покупки предприятия, разработке принципов эффективного проведения сделки.

Апробация результатов исследования. Основные положения и результаты исследования прошли апробацию на международных научно-практических конференциях, а также нашли свое частичное отражение в практике ведения деятельности компаний-консультантов, оказывающих услуги по сопровождению сделок купли-продажи бизнеса, на примере ЗАО «КПМГ».

Публикации по теме исследования. По теме диссертационного исследования опубликовано 6 работ общим объемом 2,56 п. л.

Структура и объем исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы (121 наименование). Основной текст изложен на 148 страницах, содержит 30 рисунков, 19 таблиц.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

1. Систематизация факторов, влияющих на процесс покупки в современных социально-экономических условиях

Процесс интеграции в сделках покупки предприятия обладает следующими основными свойствами:

Продолжительность

Количественная оценка продолжительности интеграционного процесса, как правило, лежит в пределах от 3 до 12 месяцев (в зависимости от размера, отраслевой принадлежности продавца и покупателя, а также отношений между ними). Подобные границы продолжительности обусловлены стандартным минимальным и максимальным сроком финансовой отчетности предприятия.

Эффект (результат)

Признаком эффективной интеграции является прирост стоимости объединенного предприятия на величину, превышающую сумму стоимостей бизнесов каждой компании в отдельности (синергетический эффект). Таким образом, нижняя граница измерения эффективности интеграции будет соответствовать сумме оценок двух имущественных комплексов, взятых отдельно (отсутствие синергии), а верхняя граница – максимально возможному превышению добавленной стоимости над нижней границей.

Совокупность затрат (трудоемкость)

Результат интеграции тем заметнее, чем меньше затрат потребовалось на её успешное проведение. Поэтому концепцией эффективного управления интеграционной системой должна быть предусмотрена минимизация издержек, связанных с данным процессом. Предельную величину совокупности интеграционных затрат следует установить на уровне величины синергетического эффекта от сделки.

Отношение рынка

Темп изменения динамики котировок акций покупателя после объявления покупки может являться наглядным инструментом количественного измерения отношения других участников рынка к сделке. Направленность этой динамики будет во многом зависеть от ожиданий акционеров покупателя и продавца относительно будущей покупки.

Факторы, оказывающие влияние на процесс покупки и, как следствие, свойства интеграции, могут быть сгруппированы следующим образом:

1. Стратегия поведения покупателя на рынке
2. Выбор целевой компании для осуществления покупки
3. Планирование процесса интеграции
4. Следование характерным принципам на различных этапах покупки
5. Оценка компонентов успешности сделки

Основными стратегиями поведения игроков на рынке M&A являются следующие:

постоянные покупатели («волки») - проводят сделки на протяжении всех экономических циклов;

покупатели на снижении («медведи») - наиболее активны в периоды спада;

покупатели на повышении («быки») - наиболее активны в периоды подъема;

покупатели на стагнации («лисы») - наиболее активны в периоды «затишья» между спадом и подъемом.

Наиболее успешными на рынке являются так называемые «постоянные покупатели», осуществляющие сделки по покупке предприятий на протяжении всех экономических циклов. Стратегия их поведения основана на постоянном поиске возможности для заключения сделки. Следование подобной стратегии с большей вероятностью приводит к превышению полученной доходности над стоимостью капитала предприятия. Признаками такой стратегии является наличие в развитии компании следующих тенденций:

постепенное увеличение объемов сделок;

объективная оценка каждой потенциальной сделки;

постоянный мониторинг возможностей рынка.

Процесс выбора компании в качестве объекта покупки основан на анализе коэффициентов динамики финансово-хозяйственной деятельности целевого предприятия, например:

чистая рентабельность продаж (общепринятая норма $\geq 15\%$);

коэффициент обеспеченности собственными средствами (общепринятая норма $\geq 10\%$);

рентабельность собственного капитала (общепринятая норма $\geq 40\%$);

коэффициент текущей ликвидности (общепринятая норма ≥ 1 и ≤ 3);

коэффициент чувствительности (общепринятая норма ≈ 1);

дифференциал финансового рычага (общепринятая норма ≥ 0).

Выбор данных коэффициентов обусловлен простотой их расчета и наглядной интерпретацией получаемых результатов для проведения экспресс-диагностики финансового состояния целевой компании. Для более глубокого анализа рекомендовано использование

большого количества коэффициентов, а также моделей оценки банкротства таких как, например, z-модель Алтмана. Представляется целесообразным сравнение полученных результатов не с общепринятыми нормами, а со среднеотраслевыми показателями конкретной отрасли для учета специфики ведения бизнеса в той или иной индустрии. Также допускается суждение о финансовом состоянии целевой компании на основе анализа динамики изменения некоторых показателей финансовой отчетности предприятия:

снижение объема производства и реализации;

опережающий темп роста себестоимости по сравнению с темпом роста выручки (снижение валовой маржи);

привлечение заемных средств сверх оптимального соотношения собственного и заемного капитала (отрицательный финансовый леверидж).

Планирование процесса интеграции состоит в решении следующих вопросов:

определение момента начала планирования;

определение элементов интеграционного плана, подлежащих прогнозированию;

принятие решения об использовании систем информационного обеспечения интеграции;

прогнозирование возможных препятствий между покупателем и продавцом на пути к успешному завершению интеграции;

определение основных составляющих успешной сделки.

Ключевыми этапами и принципами покупки являются:

Этап 1. Мониторинг возможной сделки:

принцип постоянного поиска;

принцип сохранения стратегической направленности.

Этап 2. Достижение соглашения:

принцип избегания «ценового болота»;

принцип прозрачности;

принцип дружелюбия.

Этап 3. Экспертиза компании:

принцип привлечения опытных специалистов;

принцип глубокого анализа, принцип партнерства;

принцип использования результатов экспертизы.

Этап 4. Заключение соглашения:

принцип движения по нескольким направлениям;

принцип альтернативности;

принцип готовности к конкуренции.

Этап 5. Закрытие сделки:

принцип непрерывной продажи;

принцип быстрого продвижения.

Процесс оценки компонентов успешности сделки состоит в решении следующих вопросов:

выбор показателей оценки синергетической стоимости предприятия, достигнутой в результате сделки;

выбор временной стадии определения успешности интеграции;

Анализ упомянутых групп факторов, оказывающих влияние на процесс покупки в современных социально-экономических условиях, позволяет сделать вывод об отсутствии единого подхода к вопросу управления свойствами интеграции.

Этапы эффективного управления интеграцией:

1. Мониторинг возможностей рынка и осуществление сделок по покупке предприятий должен носить регулярный характер
2. Анализ финансово-хозяйственной деятельности целевой компании необходимо осуществлять с учетом специфики конкретной отрасли
3. Использование систем информационного обеспечения позволяет рационализировать процесс интеграции
4. Использование денежного потока в качестве базы для оценки эффективности интеграции представляется наиболее корректным.

2. Максимизация ценности сделки с целью дальнейшего увеличения стоимости вновь формируемой компании

Условия увеличения ценности сделки для продавца включают следующие пункты:

создание конкурентной среды для потенциальных покупателей с целью увеличения премии продавца;

мониторинг активности потенциальных покупателей для понимания их истинных намерений и степени интереса к объекту сделки;

создание необходимых условий для комфортного анализа документов и оценки активов продавца;

своевременная подготовка активов к продаже посредством сбора, индексации и предоставления нужных данных с целью повышения уверенности покупателей и рынка в целом, а также увеличения эффективности работы с компаниями-консультантами, сопровождающими покупку;

использование систем информационного обеспечения процесса покупки для защиты конфиденциальной информации и налаживания простого в обращении коммуникационного канала между участниками сделки с целью своевременного предоставления необходимой информации и решения наиболее важных задач.

Условия увеличения ценности сделки для покупателя целесообразно представить в качестве инструмента уменьшения вероятности появления негативных последствий от совершения ошибок в процессе управления сделкой:

Таблица 1 – Условия увеличения ценности сделки с точки зрения покупателя

Описание ошибки в управлении сделкой	Инструменты решения
Необоснованный оптимизм относительно прогнозируемых результатов	Объективная оценка потенциальной сделки; Наличие комитета независимых директоров; Использование механизма премирования за демонстрацию негативных последствий сделки.
Ненадлежащее управление структурой сделки	Привлечение независимых специалистов узкой специализации для проведения финансового, правового и налогового анализа состояния объекта приобретения.

Неэффективное управление интеграцией	Контроль над факторами, оказывающими влияние на процесс покупки; Увеличение скорости сделки; Учет и преодоление культурологических конфликтов в трансграничных сделках.
Неправильное распределение имеющихся временных ресурсов	Параллельное проведение необходимых процедур по нескольким направлениям продвижения сделки; Создание отдельной команды специалистов для решения непредвиденных вопросов.
Допущение ошибок в процессе выполнения бизнес-плана	Последовательное описание выполненных процедур; Ротация состава интеграционной команды.

Использование электронных банков данных в процессе управления покупкой и интеграцией способствует созданию упомянутых условий увеличения ценности сделки. **Преимущества использования систем информационного обеспечения:**

- сегментация и мониторинг анализируемой информации;
- установление необходимого уровня защиты информации;
- возможность быстрого внесения изменений в настройку интерфейса;
- возможность отображения данных исходя из заданного приоритета;
- идентификация ключевого персонала в составе сотрудников продавца;
- настройка различных уровней доступа для пользователей системы;
- создание реестра информации, пользующейся наибольшим спросом;
- возможность быстрого поиска документов.

Представленные преимущества позволяют рационализировать процесс планирования интеграции посредством экономии временных и денежных затрат сторон сделки на этапе обсуждения условий покупки, сократить общую продолжительность интеграции, увеличивая, таким образом, её эффективность.

Признаками эффективного электронного банка данных являются:

- простой интерфейс;
- возможность выделения важных документов;
- возможность обмена информации между пользователями;
- автоматическое оповещение пользователей об изменениях в системе;
- возможность выделения не просмотренных документов.

3. Анализ влияния современных условий функционирования российского рынка купли-продажи предприятий на структуру добавленной стоимости и оценка её величины в результате получения синергетического эффекта

Развитие предприятия посредством проведения реорганизации в форме присоединения к нему другого общества (так называемый «неорганический рост») обладает рядом преимуществ по сравнению с процессом планомерного развития компании за счет более эффективного использования ресурсов, наращивания производственных мощностей, увеличения клиентской базы и пр. («органический рост»):

- «органический рост» происходит медленнее «неорганического роста»;

- контроль за уже действующим предприятием представляется более легким инструментом развития, чем создание такого предприятия;

возможность существенного упрочнения позиций объединенной компании на рынке в относительно короткие сроки;

возможность получения синергетического эффекта (добавленной стоимости) различных форм (возможность диверсификации продуктового портфеля, снижения совокупного риска для объединенной компании и пр.)

Различают три основных вида интеграции:

горизонтальные - покупка компании той же отрасли, производящая то же изделие, что и компания-покупатель;

вертикальные – покупка компании другой отрасли, но связанной технологическим процессом производства конечного продукта с компанией-покупателем;

конгломератные - покупка компании другой отрасли и производящей иной продукт по сравнению с компанией-покупателем, т.е. между участниками сделки отсутствует единый технологический процесс и сфера деятельности.

Доля вертикальных сделок на российском рынке в 2 раза превышает долю такого вида интеграции на рынках развитых стран. Возможность создания добавленной стоимости для акционеров в вертикальных сделках ограничена в большей степени, чем в сделках иных видов. В то же время вертикальная интеграция позволяет создать автономный бизнес при условии необходимости в тесном взаимодействии поставщика и покупателя. Возможные риски и издержки данного вида интеграции заключаются в следующем:

риск вероятности необоснованного изменения цен между поставщиками и покупателем → затраты, вытекающие из юридической стороны взаимоотношений участников;

риск возможных перебоев в поставках со стороны поставщика → затраты, связанные с снижением зависимости от данного поставщика;

риск потери значительной доли рынка (вплоть до полного вытеснения), связанный с возможными ограничениями в поставках или технологическим изменением выпускаемого продукта → затраты, связанные с формированием технологической совместимости (на этапе создания готового продукта).

Преимущества данного вида интеграции:

увеличение власти на рынке способствует увеличению прибыли и, как следствие, появлению дополнительной доходности для собственников;

действенный инструмент повышения рентабельности в условиях неприменимости иных видов интеграции;

детальное понимание всей технологической цепочки, что может являться основополагающим фактором успеха деятельности на рынке.

высокая эффективность управления ресурсами за счет гарантии своевременных поставок сырья в необходимом объеме (уменьшение риска потери стоимости);

возможность контроля над всей технологической цепочкой позволяет выделить большее количество этапов для создания добавленной стоимости;

возможность противостояния рыночной власти потребителей и поставщиков;

Недостатки данного вида интеграции:

ограниченная возможность создания добавленной стоимости, ввиду отсутствия возможности диверсификации продуктового портфеля;

ограниченный рост рентабельности единого производственного звена;

значительные затраты на подготовку плана получения синергетического эффекта, ввиду необходимости его детальной проработки.

вертикальная интеграция оказывается неэффективной при высоких темпах роста рынка сбыта основного продукта и наличии большого количества альтернативных поставщиков и потребителей;

затруднен выход из сложившихся отношений ввиду тесной взаимосвязи активов компании;

потребность в дополнительных управленческих навыках, обучение которым связано с дополнительными затратами.

Модель принятия решения о целесообразности проведения вертикальной интеграции предусматривает анализ следующих положений:

Оценка влияния актива на рынок в целом и на компанию-покупателя в частности:

оценка степени зависимости от поставщика / дистрибьютора (умеренная зависимость – до 30 %, средняя зависимость – до 70 %, высокая зависимость – свыше 70 %);

наличие у актива лидирующих позиций на рынке;

наличие у актива конкурентных технологий, патентов, лицензий и пр.

Оценка самого актива

оценка доходности, прогнозов развития, среднего жизненного цикла активов в отрасли целевой компании;

оценка доходности конкретного актива;

оценка возможности получения эффекта синергии и оценка его величины;

оценка возможности функционирования в форме стратегического альянса, совместного предприятия и т.д.

Оценка последствий от покупки актива

оценка изменения динамики доли рынка предприятия в результате покупки;

оценка вероятности превышения величины синергии над величиной премии продавцу.

Стоимостный подход к оценке общей величины добавленной стоимости реализуется посредством трех основных методов:

экономической добавленной стоимости Стерна-Стюарта (EVA):

$$EVA = P - (IC \times WACC) ,$$

где P – операционная прибыль после уплаты налогов, но до выплаты процентов, руб.; IC – сумма инвестированного в компанию капитала, руб.; WACC – средневзвешенная стоимость капитала, %.

рыночной добавленной стоимости (MVA):

$$MVA = ME + MD - IC ,$$

где ME – рыночная стоимость собственного капитала, определяемая как произведение текущей стоимости одной акции компании на фондовом рынке и количества акций в обращении; MD – рыночная стоимость заемного капитала компании; IC – балансовая стоимость инвестированного капитала (собственного и заемного).

денежной добавленной стоимости (CVA):

$$CVA = AC - CD ,$$

где AC – скорректированный операционный денежный поток; CD - минимальный денежный поток, который компания должна генерировать для удовлетворения минимальной требуемой доходности инвесторов.

Выбор того или иного метода зависит от целей проведения оценки добавленной стоимости. Показатель MVA используется для оценки прироста благосостояния акционеров, в то время как показатели EVA и CVA призваны оценить эффективность деятельности предприятия за определенный временной промежуток: EVA показывает справедливую величину чистой операционной прибыли, остающейся в распоряжении акционеров; CVA – эффективность

управления денежным потоком и степень его удовлетворения требуемой минимальной доходности акционеров.

Представляется целесообразным выделение отдельных элементов добавленной стоимости для более корректной оценки результатов проведенной сделки по покупке бизнеса и истинных источников получения добавленной стоимости.

В структуре добавленной стоимости (ДС) можно выделить следующие элементы:

ДС от синергии, возникающей при объединении двух активов

Составляющими компонентами данного элемента ДС являются:

операционный - ликвидация дублирующих функций и нерентабельных активов, оптимизация товарных потоков, наращивание производственных мощностей.

финансовый - снижение стоимости заемных средств, оптимизация денежных потоков.

инвестиционный - повышение инвестиционной привлекательности компании после сделки.

ДС от самого актива

Составляющим компонентом данного элемента ДС является разница между ценой приобретения актива и величиной приведенной стоимости будущего денежного потока от использования этого актива.

На сегодняшний день российский рынок сделок купли-продажи предприятий находится в состоянии глобализации и концентрации капитала. Текущими тенденциями развития данного рынка являются:

увеличение доминирования государственных компаний в стратегических и высокодоходных секторах рынка;

увеличение сделок купли-продажи с участием иностранного капитала;

выход госкомпаний на публичный рынок;

увеличение количества зарубежных сделок с участием российских компаний.

Современные условия функционирования российского рынка M&A характеризуются следующими признаками:

отсутствие понимания справедливой цены актива у продавца;

низкий уровень развитости экономики;

отсутствие единого информационного поля;

низкий уровень менеджмента продавца актива;

низкая доступность финансовых ресурсов для приобретаемого актива.

Наличие этих признаков способствует появлению дополнительного элемента добавленной стоимости, присущего российскому рынку:

ДС от недооценки приобретаемого актива

Составляющим компонентом данного элемента ДС является разница между справедливой оценкой стоимости актива у продавца и покупателя.

Период, в течение которого добавленная стоимость может формироваться, ограничен. Покупатель теряет возможность получения добавленной стоимости от сделки в момент, когда совокупные затраты на её проведение достигают максимально возможной величины добавленной стоимости. В силу не вполне стабильной ситуации на посткризисном рынке не следует пренебрегать вероятностью наступления такого события. Поэтому одним из главных факторов в процессе максимизации добавленной стоимости является скорость закрытия сделки, которая зависит от эффективности управления интеграцией.

Обоснованность выделения синергетического эффекта в отдельный элемент ДС подтверждается текущими тенденциями развития международных стандартов оценки. **Проектом МСО 2011 предусмотрено введение следующих понятий:**

Справедливая стоимость - предполагаемая цена за сделку с активом или с обязательством между хорошо осведомленными и заинтересованными сторонами, которая отражает соответствующие интересы этих сторон. В отличие от рыночной стоимости определение справедливой стоимости требует принятия во внимание аспектов, которые должны быть проигнорированы при определении рыночной стоимости, таких, например, как любой элемент специальной ценности, возникающей из-за комбинации интересов.

Специальная стоимость – денежная сумма, отражающая специфические признаки актива, которые имеют значение только для специального покупателя. Характерные черты актива, который мог бы иметь стоимость для специального покупателя, включают некий элемент синергетической стоимости, которая была бы произведена в результате приобретения этого актива.

Синергетическая стоимость – дополнительный элемент стоимости, созданный комбинацией двух или большего числа интересов, где стоимость объединенного интереса превышает стоимость суммы оригинальных интересов.

Оценка той или иной стоимости бизнеса реализуется с помощью доходного, сравнительного и затратного подхода.

Эффективность управления процессом покупки и интеграции находит свое отражение в синергетическом компоненте стоимости бизнеса, представляющим собой разницу между инвестиционной и рыночной стоимостью бизнеса, где:

инвестиционная стоимость – стоимость актива для его конкретного владельца, отражающая выгоды владения данным активом и его инвестиционный потенциал;

рыночная стоимость - расчетная денежная сумма, на которую актив мог бы быть обменен на дату оценки между неким заинтересованным покупателем и продавцом.

Для корректной оценки эффекта синергии необходимо понимать его формы и источники создания.

Синергетический эффект от покупки бизнеса может выражаться, например, в следующих формах:

а. увеличение выручки объединенного предприятия;

Источниками данной формы синергии являются:

увеличение объема производства и реализации продукции в результате рационального использования производственных мощностей и отделов сбыта продавца и покупателя;

рост цены реализации продукции за счет увеличения доли рынка вновь сформированного предприятия;

диверсификация продуктового портфеля объединенной компании за счет включения в линейку сбыта продукции продавца;

продажа непрофильных активов и пр.

б. сокращение совокупных издержек деятельности предприятия;

Источниками данной формы синергии являются:

уменьшение налоговой нагрузки за счет продажи непрофильных активов и применения налоговых льгот по налогу на имущество

объединение отделов сбыта и маркетинга продавца и покупателя;

достижение эффекта масштаба производства за счет управления соотношением постоянных и переменных затрат;

сокращение управленческого аппарата и пр.

в. уменьшения средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Источниками данной формы синергии являются:

уменьшение ставки привлечения заемных средств в результате снижения рисков, связанных с кредитованием более крупной компании на рынке;

уменьшение требуемой отдачи на собственный капитал, связанное со снижением риска вложения средств в объединенную компанию в результате сокращения волатильности доходов вновь сформированного предприятия и, как следствие, уменьшения его коэффициента «бета»;

увеличение эффекта финансового рычага в результате оптимизации структуры финансирования объединенного предприятия.

В процессе оценки синергии необходимо уделять внимание использованию корректной ставки дисконтирования:

$$WACC = i_d(1 - t)W_d + K_e W_e ,$$

где i_d – норма отдачи на заемный капитал после поглощения; t – ставка налогообложения; K_e – норма отдачи на собственный капитал; W_d , W_e – доля заемного и собственного капитала в общей структуре финансирования фирмы.

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_s + S_r ,$$

где R_f – доходность безрисковых вложений в долгосрочные государственные облигации; β – коэффициент «бета», мера систематического риска, связанного с обыкновенной акцией компании; $(R_m - R_f)$ – премия за риск по обыкновенным акциям; S_s - премия малой компании – увеличение требуемой нормы доходности K_e с целью компенсации риска, связанного с меньшим размером бизнеса; S_r - премия за риск конкретной компании – мера несистематического риска, также известная как коэффициент «альфа», т.е. увеличение нормы доходности на величину контролируемых рисков, присущих данной конкретной компании.

$$\beta_1 = \frac{\beta_2}{1+(1-t)D/E} ,$$

где β_1 – «бета» без учета текущего леввериджа; β_2 – текущая «бета», с учетом леввериджа целевой компании до сделки; D/E - рыночное значение отношения заемного и собственного капитала целевой компании до сделки.

$$\beta_2 = \beta_1[1 + (1 - t)D/E] ,$$

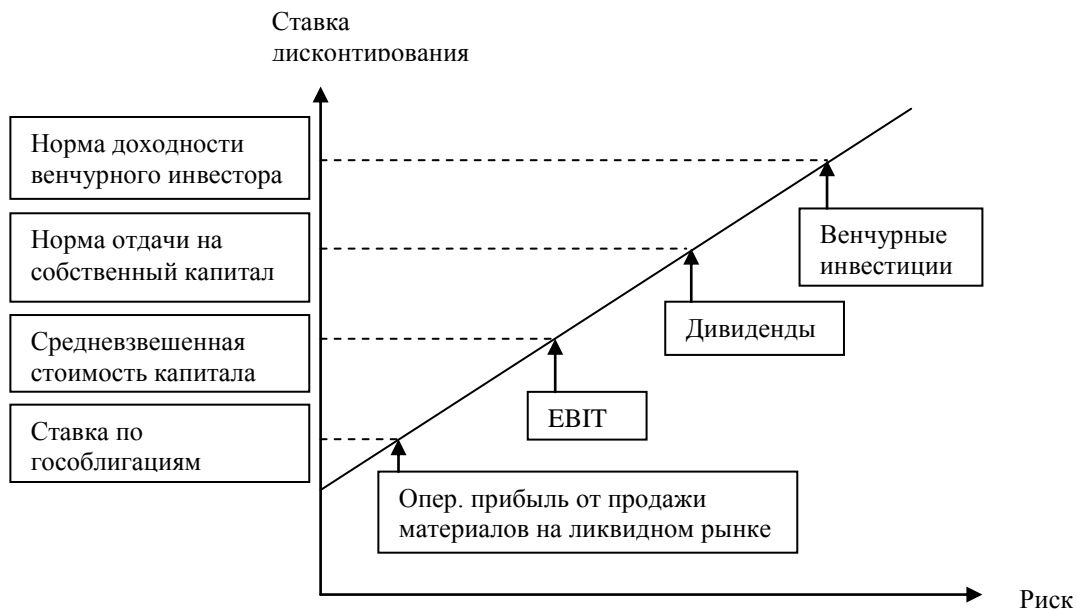
где β_2 – новая «бета» с учетом новой структуры финансирования после сделки; β_1 – «бета» без учета леввериджа до сделки; D/E - рыночное значение отношения заемного и собственного капитала целевой компании после сделки.

Таблица 2 - Оценка синергии от уменьшения средневзвешенной стоимости капитала в результате покупки предприятия Б компанией А

	Компания А до сделки	Компания Б до сделки	Сумма компаний А и Б до сделки	Компания А после сделки	Эффект на стоимость
Доля заемного капитала	25%	45%		35%	
Доля собственного капитала	75%	55%		65%	
Ставка налога на прибыль, %	20%	20%		20%	
Коэффициент "бета" с учетом	1,00	1,50			

текущего левеиджа					
Коэффициент "бета" без учета левеиджа	0,79	0,91		0,85	
Планируемое изменение "беты" активов компании А в результате сделки				-0,10	
Новая "бета" компании А с учетом левеиджа после сделки				1,07	
Безрисковая ставка доходности	0,05	0,05		0,05	
Рыночная премия за риск	0,20	0,20		0,20	
Норма отдачи на собственный капитал по МСАРМ, %	25%	35%		26%	
<hr/>					
Текущая ставка заемного капитала до налогообложения, %	15,0%	20,0%		17,5%	
Текущая ставка заемного капитала после налогообложения, %	12,0%	16,0%		14,0%	
Стоимость заемного капитала, %	12,0%	16,0%		14,0%	
<hr/>					
WACC компаний до сделки, %	21,8%	26,5%	24,1%		
WACC компании А после сделки, %				22,1%	
Совокупный капитал, млн. руб.	50,00	50,00		100,00	
WACC, млн. руб.	10,88	13,23	24,10	22,06	2,04
<hr/>					
Чистая приведенная стоимость полученной синергии, млн. руб					9,23

Проводя аналогию с использованием различных ставок дисконтирования для отражения степени риска, присущего конкретному денежному потоку, такой же принцип следует применять в процессе оценки различных форм синергии.



**III. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ
ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ**

1. **Принципы дружеского поглощения. // Научно-технические ведомости СПбГПУ (экономические науки). – СПб.: Политехнический университет, 6-2 (90), 2009. – с. 85 – 89.**
2. **Сравнительная характеристика подходов и методов оценки стоимости бизнеса. // Научно-технические ведомости СПбГПУ (экономические науки). – СПб.: Политехнический университет, 1 (114), 2011. – с. 105 – 110.**
3. Лучшая стратегия слияния и поглощения. // Сб. научных трудов 10-й Международной научно-практической конференции «Финансовые проблемы РФ и пути их решения: теория и практика», часть №2 – СПб.: Политехнический университет, 2009. – с. 102 -104.
4. Причины провала западных моделей стратегического управления эффектом синергии на рынке M&A в России. // Сб. научных трудов «Стратегическое управление организациями: проблемы и возможности современной экономики», часть №2 – СПб.: Политехнический университет, 2009. – с. 29 – 31.
5. Классификация видов интеграции предприятий. // Сб. научных трудов 12-ой Международной научно-практической конференции «Финансовые проблемы РФ и пути их решения: теория и практика» - СПб.: Политехнический университет, 2011. – с. 139 – 144.
6. Методики оценки добавленной стоимости. // Сб. научных трудов 12-ой Международной научно-практической конференции «Финансовые проблемы РФ и пути их решения: теория и практика» - СПб.: Политехнический университет, 2011. – с. 137 -139.