**Глава 2. СИНЕРГЕТИЧЕСКИЕ ЭФФЕКТЫ В СДЕЛКАХ M&A.**

**2.1. Классификация синергетических эффектов, возникающих при слиянии компаний.**

При объединении двух компаний происходит интеграция всех отделов предприятий и соединение рабочих процессов в каждом из них может вызывать свою синергию. Авторы рассматривают различные виды синергии, дополняя друг друга и расширяя спектр возможных исходов.

Согласно исследованию Веселова А.И., все синергетические эффекты можно подразделить на два направления действия: субаддитивность, которое представляет собой сокращение затрат капитала (основного, трудового, финансового и т.д.) и супераддитивность – эффект за счет роста продаж. По этим двум направлениям и происходит дальнейшее уточнение эффектов синергии в той или иной области ее действия.

Однако большинство авторов используют более традиционное разделение на группы синергетических эффектов. Например, Тихомиров Д.В.[[1]](#footnote-1) в своем исследовании выделяет только два вида синергии – операционную, которая возникает за счет объединения различных функциональных подразделений компании и при которой происходит ускорение темпов роста производства или снижении затрат, и финансовую, которая выражается снижением налогового бремени компании или увеличением кредитоспособности.

Аникина И.Д.[[2]](#footnote-2), в свою очередь, также выделяет операционную и финансовую синергии, но еще и дополняет перечень управленческой синергией, которая основана на создании более эффективной системы управления за счет слияния человеческих ресурсов менеджмента обеих компаний. В рамках операционной синергии, автор помимо ускорения темпов роста так же отмечает экономию затрат на НИОКР и увеличение денежных потоков за счет диверсификации ассортимента продукции. А финансовую синергию дополняет возможностью снижения цены источников финансирования за счет снижения финансовых рисков.

Давиденко А.А.[[3]](#footnote-3) в своей работе выделяет в общей сложности пять синергетических эффектов, из которых три были рассмотрены предыдущими авторами, а оставшиеся два представляют собой:

1) синергия диверсификации активов;

2) синергия за счет приобретения стратегических преимуществ.

Однако, некоторые авторы считают, что последний вид синергетического эффекта нельзя рассматривать как синергию, так как улучшение производственных процессов произойдет за счет использования стратегии, которая уже применяется в компании – цели, а значит не является уникальным эффектом от слияния.

Лапшин П. и Хачатуров А. [[4]](#footnote-4) описывают в своей работе синергетический эффект, выявленный Итами Х.[[5]](#footnote-5), который представляет собой синергетический эффект, связанный с созданием стратегических преимуществ путем усиления эффективности использования ресурсов за счет «эффекта безбилетника» (использования ресурсов одного из отделов компании другими ее отделами без дополнительных расходов). Примером такого синергизма является использование сильной торговой марки для вывода на рынок новых товаров, использование благоприятного имиджа компании для привлечения клиентов к новой продукции или использование научных, производственных и управленческих наработок в различных направлениях деятельности компании. То есть к ресурсам, потенциально способным к созданию данного синергетического эффекта, Итами Х. относит активы, основанные на информации. В целом данный тип синергии можно считать аналогом операционной синергии, рассматриваемой у других авторов.

Проводя анализ литературы, можно сделать вывод, что операционная синергия является единственным типом, который выделяют все авторы и не подвергают его наличие сомнению. Этот тип так же выделяется в работах Авхачева Ю.Б.[[6]](#footnote-6), а Рудык Н.Б.[[7]](#footnote-7) поясняет, что данный вид синергии чаще всего встречается при горизонтальных и вертикальных слияниях. По итогам исследования американского экономиста Байда операционная синергия является основной причиной для слияния в трети случаев проведения сделок.[[8]](#footnote-8)

Финансовый тип синергии в свою очередь не находит поддержки среди всех авторов. Например, Гохан П.А.[[9]](#footnote-9) и Брейли Р. [[10]](#footnote-10) и относят данный тип синергии к сомнительным мотивам слияний. Брейли Р. аргументирует свою позицию тем, что после слияния новообразовавшаяся компания может проводить заимствование источников финансирования по более низкой цене, так как имеет возможность экономить на издержках размещения ценных бумаг и более низких процентных ставках. Однако при этом уменьшается стоимость акционерного капитала компании по модели опционного ценообразования, так как более низкие проценты вызываются более надежной защитой кредиторов. В такой ситуации слияние будет приводить к финансовой синергии и создавать дополнительную стоимость только в случае уменьшения вероятности финансового кризиса из-за меньшей волатильности денежных потоков и снижения вероятности падения денежных потоков ниже уровня финансовых издержек компании.

Дополняя перечень возможных типов синергетических эффектов, можно выделить еще несколько типов. В работе «Формы проявления эффекта синергии от слияния и поглощения компаний» С. Ищенко[[11]](#footnote-11) отдельно выделяет в качестве типа синергии - эффект агломерации, который снижает издержки на единицу продукции на фиксированный процент при удвоении объемов продукции. Однако данный тип больше похож на разновидность операционной синергии и по своим свойствам напоминает эффект от масштаба. Еще один тип, который выделяет автор - повышения эффективности работы с поставщиками в результате приобретения дополнительного рычага снижения закупочных цен путем увеличения совокупного объема закупок и приобретения тем самым возможности пользоваться дополнительными скидками. С. Ищенко рассматривает также эффект торгового синергизма, который включает в себя синергию маркетинга. Этот вид синергии возникает в связи с возможностью реализации стратегии «связанных продаж», то есть возможностью предлагать дистрибьюторам более широкий ассортимент продуктов и использовать общие рекламные кампании. Помимо этого С. Ищенко рассматривает возможность проявления синергии в области преодоления законодательных барьеров и ограничения и снижения национальных рисков за счет международной диверсификации, в случае если сделка слияния или поглощения происходит между компаниями, зарегистрированными в разных странах.

Н. Рудык[[12]](#footnote-12) выделяет синергию расширения номенклатуры выпускаемой продукции в результате объединения отдельных производств в общую систему и эффекта комбинирования взаимодополняющих ресурсов. Синергия заключается в том, что в результате интеграции компании приобретают недостающие им ресурсы и активы дешевле, чем они могли бы стоить при самостоятельном их создании каждой компанией.

Еще один тип выделяется А. Дамодараном[[13]](#footnote-13), Н. Рудык[[14]](#footnote-14), А. Грязновой и М. Федоровой[[15]](#footnote-15) - функциональная синергия, что подразумевает под собой взаимодополняемость в области НИОКР и сокращение затрат на инновационные разработки.

Следующий синергетический эффект – эффект диверсификации выделяется Грязновой и М. Федоровой[[16]](#footnote-16). Данный эффект проявляется при формировании портфеля активов с разными жизненными циклами и объединении компаний различного профиля деятельности, в также позволяет стабилизировать притоки денежных средств от операций компании, и уменьшить влияния факторов делового риска. Авторы также отмечают, что любая синергия может проявляться в двух направлениях:

1) прямая выгода (увеличение чистых активов денежных потоков реорганизованных компаний). Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии;

2) косвенная выгода (увеличение рыночной стоимости акций объединенной компании в результате повышения их привлекательности для потенциального инвестора. Информационный эффект от слияния в сочетании с видами синергий, получаемых в качестве прямой выгоды, может вызвать повышение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора Р/Е (соотношение между ценой и прибылью), а, как известно, целью управления акционерного общества является повышение благосостояния акционеров, следовательно, увеличение прибыли на акцию).

Все рассмотренные синергетические эффекты наиболее полно отражены в таблице, составленной Аникиной И.Д., в которой описаны стратегии создания синергии, процесс их реализации и ожидаемый результат от проявления эффекта (Таблица 2).

Таблица 2

**Стратегия создания синергетических эффектов и их показатели[[17]](#footnote-17)**



**2. 2. Методы оценки синергетических эффектов.**

Оценка синергетических эффектов является важным этапом в подготовке к проведению сделки слияния или поглощения. Сделки слияния и поглощения бывают неэффективными по нескольким причинам, среди которых самая распространенная - это некорректная (в частности, завышенная) оценка стоимости приобретаемой компании, синергетических эффектов и премии. Поэтому Т. Коупленд, Т. Колер и Дж. Муррин[[18]](#footnote-18)отмечают, что количественная оценка синергии - обязательный шаг при проведении сделки, с которого должен начинаться анализ приобретаемой компании, и который является мерой воздействия на итоговую стоимость. Их мысль так же поддерживают Ф. Эванс и Д. Бишоп.[[19]](#footnote-19)

Выбор метода оценки напрямую зависит от типа синергетического эффекта, который будет оцениваться. Зарубежные авторы используют в статьях различные подходы, такие как: эконометрический анализ (Panel Data Regression ( R. Ferrer[[20]](#footnote-20)); показатель NPV (S. Orsag и K. McClure[[21]](#footnote-21)), DCF (J. Kinnunen[[22]](#footnote-22)), WACC (Z. Xia и Z. Xiuzhi [[23]](#footnote-23)). K. McClure и Z. Xia и Z. Xiuzhi обращают особое внимание на необходимость оценки риска при анализе синергетических эффектов. Это обусловлено вероятностью обнуления синергетического эффекта из-за высокого уровня риска.

В российской практике применяются иные подходы. Например А. Давиденко[[24]](#footnote-24) отмечает, что синергетический эффект является частью премии, выплачиваемой за слияние, поэтому в своей работе он предлагает оценивать синергию именно через оценку премии. Автор рассматривает в работе три способа оценки синергии, наиболее распространённым из которых является метод оценки премии, основанный на ретроспективном анализе. При данном методе оценки для расчета премии по конкретной сделке анализируются подобные сделки, уже совершенные другими компаниями ранее. На основе нескольких подобных сделок выявляются наиболее значимые синергетические эффекты, и создается общий портфель синергетических эффектов для конкретной сделки. Однако, данный метод имеет ряд существенных недостатков, среди которых - возможность отсутствия достаточного количества подобных сделок в прошлом для построения корректного статистического портфеля. Также, по мнению многих авторов, синергетические эффекты при каждой конкретной сделке индивидуальны, и применение ретроспективного метода оценки не является эффективным. Практические исследования данного метода оценки дают слабую характеристику объясняющей способности метода и оценивают его эффективность не боле, чем 40%. Поэтому автор предлагает сосредоточить внимание на оценке синергетических эффектов двумя способами: дисконтированного денежного потока (DCF) и методом реальных опционов (Таблица 3).

Таблица 3

**Методы стоимостной оценки синергетических эффектов[[25]](#footnote-25)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Фактор** | **Оценка методом DCF** | **Оценка методом реальных опционов** |
| **Влияние на выручку** | **Влияние на издержки** | **Влияние на налоги и ставку дисконтирования** |
| **Операционная синергия** | +  | +  | - | - |
| **Финансовая синергия** | - | - | + | - |
| **Синергия устранения неэффективного менеджмента** | + | + | +  | - |
| **Синергия диверсификации активов** | +  | + | - | - |
| **Синергия за счет приобретения стратегических преимуществ** | - | - | - | +  |
|   |   |   |   |   |
| \* + оценка возможна; - оценка невозможна или затруднена |   |

Таким образом, автор делает вывод, что анализируя и оценивая уникальные синергетические эффекты для каждой конкретной сделки, получаются более корректные оценки премии.

С. Ищенко[[26]](#footnote-26) отмечает, что существующие методы не достаточно корректно оценивают влияние синергии. Он выделяет три основных метода, которые наиболее часто используются в мировой практике – доходный, рыночный и затратный. Доходный подход представляет собой метод DCF, при котором определяются возможные синергии в денежном потоке, а критерием проверки значимости синергии является сравнение прогнозных денежных потоков с учетом синергии и без учета синергии. Если $∑DCF\_{syn}>∑DCF$, значит положительный синергетический эффект был достигнут. С помощью рыночного подхода эффект синергии можно оценить на основе прогнозируемых значений прироста курсовой стоимости акций объединяемых компаний. По мнению И. Ивашковской[[27]](#footnote-27) при слиянии компаний проявление синергетического эффекта означает достижение более эффективной работы и достижение лучших результатов новой компании, а так как курсы акций выражены ожиданиями инвесторов, то прогнозные цены могут являться отражением получения синергии. Однако, по мнению С. Ищенко, такая оценка не является достаточно корректной ввиду того, что неизвестно, будет ли отклик в ожиданиях инвесторов достаточным для достижения той или иной курсовой разницы, а применение сравнений с ранее реализованными сделками приводит к проблемам аналогичным ретроспективному методу оценки, рассмотренному ранее. Затратный подход, основанный на увеличении стоимости имущественного комплекса по мере его комплектования создаваемыми либо приобретаемыми материальными и нематериальными активами до возникновения способности выпускать имеющую спрос рентабельную продукцию, также имеет недостатки. Во-первых, данный метод способен производить оценку только операционной синергии. Во-вторых, Е. Федорова[[28]](#footnote-28) отмечает, что чаще всего при слиянии или поглощении происходит покупка бизнес в целом, а не отдельного набора активов, а значит, затратный подход имеет ограниченное применение, так как не учитываются нематериальные активы, присущие бизнесу в целом и отсутствующие у каждого индивидуального актива, поэтому эффект синергии, оцененный на основе данного подхода, окажется значительно заниженным.

Приступая к оценке синергетических эффектов необходимо определиться, возможно ли оценить синергии количественным методом, или для наиболее полной оценки стоит обратиться к экспертным оценкам качественных синергий. Для этого Скоч А.В. предлагает воспользоваться простой блок-схемой, представленной в приложении В.

Итак, среди наиболее удобных в применении было выделено два способа оценки синергетических эффектов, по которым будет производиться практическая оценка и сравнение полученных результатов.

Первый метод представляет собой индивидуальную оценку каждого выявленного при анализе синергетического эффекта и последующее суммирование полученных экономий и дополнительных выгод для получения общей стоимости синергии. Для оценки синергии данным способом будет использоваться следующий алгоритм:

1. Проведение анализа сделки слияния или поглощения и выявление всех возможных синергетических эффектов.
2. Определение периода оценки синергетических эффектов из расчета темпов достижения 100% эффекта синергии.
3. Оценка каждого синергетического эффекта.

3.1. Выбор одного из синергетических эффектов.

3.2. Определение ставки эффекта на денежный поток, исходя из исторических данных и среднерыночных эффектов по схожим процессам.

3.3. Расчет экономии или дополнительной прибыли с учетом синергии.

3.4. Повторение пунктов 3.1. – 3.3., пока все выявленные синергетические эффекты не будут иметь количественную оценку.

1. Суммирование полученных количественных оценок отдельных синергетических эффектов для получения оценки общей синергии от процесса слияния.

Как было рассмотрено ранее, существует два основных блока синергий это суббадитивный эффект (Vsub) и супераддитивный (Vsuper). Для оценки общего синергетического эффекта от сделки, значения полученных экономий и выгод от каждого из типов синергий определяются по формуле:

$V\_{syn}=V\_{sub}+V\_{super}$ (2.1)

Второй способ оценки, который будет использоваться в практической части данной работы – оценка синергетических эффектов на основе оценки стоимости объединенного бизнеса до и после слияния. Данный метод предполагает использования следующего алгоритма оценки:

1. Определение периода расчета.
2. Оценка стоимости бизнеса компании покупателя.
3. Оценка стоимости бизнеса компании-цели.
4. Определение суммарной стоимости двух бизнесов без учета синергии.
5. Оценка стоимости объединенной компании с учетом изменений в денежных потоках, вызванных проявлением синергии.
6. Сравнение стоимости объединенной компании с учетом синергии и стоимости без учета синергии, полученная разница считается количественной оценкой проявившихся синергетических эффектов.

При оценке бизнесов итоговая стоимость компании определяется как сумма дисконтированных денежных потоков за n лет и стоимости бизнеса в постпрогнозном периоде:

$EV=\sum\_{t=0}^{n}DCF\_{t}+V\_{term}$ (2.2)

Стоимость бизнеса в постпрогнозном периоде считается с помощью модели Гордона:

$V\_{term}=\frac{CF\_{n}\*(1-g)}{WACC-g}$ (2.3)

Где:

CFn – денежный поток последнего года прогнозного периода;

g –темп роста компании в постпрогнозном периоде;

WACC – ставка дисконтирования.

При оценке синергии данным методом не производится выявление отдельных синергетических эффектов, а используются факторы влияния на основные потоки компании в целом.

При расчете прогнозных денежных потоков, используется формула:

$FCF=EBIT-Tax+D\&A-∆NWC-CAPEX$ (2.4)

где:

EBIT – прибыль компании до уплаты налогов;

Tax- величина уплачиваемых налогов;

D&A – амортизационные отчисления;

ΔNWC – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

CAPEX –капиталовложения.

Так как оценка синергии проводится в настоящем на основе прогнозируемых будущих денежных потоков, в обоих методах оценки необходимо применить дисконтирование денежных потоков для определения их справедливой стоимости. Для этого необходимо воспользоваться формулой дисконтированных денежных потоков:

$DCF\_{t}=\sum\_{t=0}^{n}\frac{CF\_{t}}{(1+WACC)^{t}}$ (2.5)

Дисконтирование потоков будет производиться с использованием ставки WACC, рассчитываемой по формуле:

$WACC=r\_{d}\*\left(1-τ\right)\*\frac{D}{D+E}+r\_{e}\*\frac{E}{D+E}$ (2.6)

где:

* rd - ставка доходности по заемному капиталу (или ставка процента за кредит, или процент по облигациям);
* re - требуемая ставка доходности по собственному капиталу, рассчитанная на основе CAPM;
* D – величина заемных средств (капитала);
* E – рыночная оценка собственного капитала;
* $τ$ – ставка налога на прибыль.

Для расчета требуемой ставки доходности мы использовали модель CAPM:

$r\_{j}=r\_{f}+β\_{j}\*(r\_{m}-r\_{f})$ (2.7)

где:

rj – требуемая ставка доходности по проекту;

rf – безрисковая ставка доходности;

rm – среднерыночная ставка доходности;

βj – коэффициент по проекту.

Если при анализе структуры компании, выявляется, что ее структура капитала не совпадает с отраслевой, то дополнительно рассчитывается коэффициент бэта с использованием формулы Хамады:

$β= β\_{0}\*(1+\left(1-t\right)\*\frac{D}{E})$ (2.8)

По итогам оценки синергетических эффектов двумя выбранными способами будет произведен анализ результатов и сделан выводы о корректности применения каждого из способов.

1. Тихомиров Д.В. Подходы к оценке синергического эффекта в сделках по слияниям и поглощениям компаний // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2009. – №2. – С. 146. [↑](#footnote-ref-1)
2. Аникина И.Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений // Финансы и бизнес. – 2009. – № 2. – С. 47. [↑](#footnote-ref-2)
3. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения // Молодежный научный портал Ломоносов. URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-3)
4. Лапшин П. П., Хачатуров А. Е. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях// Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – №2. – С. 27. [↑](#footnote-ref-4)
5. Itami H. Mobilizing invisible assets // London Harvard University Press. –1991. – Pp. 79. [↑](#footnote-ref-5)
6. Авхачев, Ю. Б. Международные слияния и поглощения компаний новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство. – М.: Научная книга, 2005. – 86 с. [↑](#footnote-ref-6)
7. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с.. [↑](#footnote-ref-7)
8. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Альпина Паблишерз, 2010. - 931 с. [↑](#footnote-ref-8)
9. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 348 с. [↑](#footnote-ref-9)
10. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2012. – 452 с. [↑](#footnote-ref-10)
11. Ищенко С. М. Формы проявления эффекта синергии от слияния и поглощения компаний // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. – 2008. – № 3. – С. 82. [↑](#footnote-ref-11)
12. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с. [↑](#footnote-ref-12)
13. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. – М.: Альпина Паблишерз, 2010. – 931 с. [↑](#footnote-ref-13)
14. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с. [↑](#footnote-ref-14)
15. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 512 с. [↑](#footnote-ref-15)
16. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 512 с. [↑](#footnote-ref-16)
17. Аникина И.Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений // Финансовый менеджмент. 2009. – 49 с. [↑](#footnote-ref-17)
18. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 216 с. [↑](#footnote-ref-18)
19. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 128 с [↑](#footnote-ref-19)
20. Ferrer R.C. An empirical investigation of the effects of merger and acquisition on firms' profitability// Academy Of Accounting And Financial Studies Journal. – 2012. – Vol. 16. – № 3. – Pp. 31–55. [↑](#footnote-ref-20)
21. Orsag S., McClure K. Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations// UTMS Journal Of Economics. – 2013. – Vol. 4. – № 2. – Pp. 71–77. [↑](#footnote-ref-21)
22. Kinnunen, J. Valuing M&A Synergies as (Fuzzy) Real Options// Institute for Advanced Management Systems Research. – 2010. URL: http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf> (дата обращения 15.11.13). [↑](#footnote-ref-22)
23. Xia Z., & Xiuzhi Z. Strategic Analysis of Synergistic Effect on M&A of Volvo Car Corporation by Geely Automobile// I-Business. – 2011. – Vol. 3. – № 1. – Pp. 5–15. [↑](#footnote-ref-23)
24. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения// Молодежный научный портал Ломоносов. URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-24)
25. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения// Молодежный научный портал Ломоносов. URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-25)
26. Ищенко С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний // Конкурентоспособность и риски развития экономики севера. Материалы четвертого северного социально-экологического конгресса «Северное измерение глобальных проблем: первые итоги международного полярного года». – 2008. – С. 116. [↑](#footnote-ref-26)
27. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста // Управление компанией. – 2004. – №7. Корпоративный менеджмент. URL: http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml (дата обращения 18.12.13). [↑](#footnote-ref-27)
28. Федорова Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Дисс. канд. экон. наук. – Москва. – 2006. [↑](#footnote-ref-28)