Катышков, Андрей Юрьевич Оценка синергических эффектов при слияниях и присоединениях предприятий : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 141 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I: Синергический эффект при слияниях и присоединениях (сущность и способы оценки) 10

1.1 Синергический эффект как категория науки 10

1.2 Категория стоимости и подходы к ее оценке 27

1.3. Мировой и отечественный опыт оценки синергических эффектов 44

ГЛАВА II: Синергический эффект как объект оценки 56

2.1 Методика применения сравнительного подхода к оценке величины потенциальных выгод от реализации краткосрочного синергического эффекта 56

2.2 Применение затратного подхода к оценке краткосрочного эффекта синергии и сопоставление результатов оценки с итогами доходного подхода 68

2.3 Применение существующих подходов оценки бизнеса к оценке долгосрочных эффектов синергии 73

ГЛАВА III: Использование разработанных методик применения существующих подходов для оценки синергических эффектов 87

3.1 Анализ основных параметров краткосрочных синергических эффектов 87

3.2 Анализ влияния долгосрочных синергических эффектов на

стоимость компании 105

Заключение , 129

Список использованной литературы: 133

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Переход России к рыночным отношениям сопровождался активным процессом передела собственности, проводившийся посредством слияний и присоединений. В настоящее время Российские компании исследуют возможность приобретений компаний за рубежом, что приводит к необходимости учитывать не только текущие показатели работы приобретаемой компании, но и перспективы реализации синергических эффектов для успешной конкуренции с иностранными конкурентами за право приобретения той или иной компании.

В странах с развитыми рыночными отношениями реализация синергии часто является одной из причин проведения сделок по слиянию или присоединению, что оказывает влияние на стоимость приобретаемых компаний, доходность инвестиций, направленных на приобретение компаний. Помимо этого, синергические эффекты предопределяют направления развития конкретного рынка, что является следствием повышенной доходности инвестиций, направленных на слияния и присоединения, в результате которых проявляются эффекты синергии.

За последние годы появилось значительное количество работ отечественных авторов, посвященных оценочной деятельности и проведению сделок по слияниям и присоединениям, включая освещение вопросов реализации синергических эффектов. Тем не менее, сложность, многоаспектность и недостаточная разработанность ряда вопросов, связанных с определением и оценкой синергических эффектов, обусловили потребность научного осмысления и анализа характеристик изученных видов синергических эффектов, применения сравнительного и затратного подходов к их оценке, а так же вновь выявленных эффектов синергии.

Все это делает тему диссертационного исследования актуальной как с научной, так и с практической точек зрения.

Необходимость комплексного анализа оценки синергических эффектов предопределили выбор темы, цели, задачи, структуру и содержание диссертационной работы.

**Объектом исследования**является эффект синергии, возникающий при слияниях и присоединениях предприятий за рубежом и в России.

**Предмет исследования**- методы оценки эффектов синергии и их применение к оценке синергических эффектов.

**Цель и задачи исследования.**Главной целью диссертации является разработка методик оценки долгосрочных синергических эффектов, а также исследование основных параметров проявления краткосрочных синергических эффектов.

**Для достижения этой цели поставлены следующие задачи:**

Проанализировать существующую теорию синергических эффектов;

Проанализировать существующие методы оценки стоимости бизнеса и их применение к оценке синергических эффектов;

Определить возможности применения стандартных методов оценки

бизнеса для оценки эффектов долгосрочной синергии;

Определить премию за риск реализации долгосрочных эффектов синергии;

Выявить характеристики проявления изученных эффектов краткосрочной синергии;

Разработать методику применения сравнительного и затратного подходов к оценке краткосрочной синергии.

**Теоретической основой**исследования явились положения экономической науки, теории инвестирования, оценки стоимости бизнеса и стратегического менеджмента. В ходе диссертационного исследования применялись методы индукции и дедукции, детализации и систематизации, а также обобщения.

В ходе подготовки диссертации автором изучены теоретические и прикладные разработки отечественных и зарубежных ученых, статистические источники, официальные документы, законодательные акты по проблемам оценочной деятельности.

Теоретической основой диссертации явились достижения науки и практики управления международными компаниями (в части реализации синергических эффектов), труды отечественных и западных экономистов, посвященные вопросам оценочной деятельности и теории корпоративных финансов: А. Дамодарана, Д. Бишопа, Д. Муррини, Д. Самплера, Е. Фамы, М. Портера, П. Гохана, Т. Колера, Т. Коупленда, У. Шарпа, Ф. Эванса, А.А. Полозова-Яблонского, А.Г. Грязновой, Е.И. Бухарова, И.В. Косоруковой, О.В. Лысенко, СВ. Валдайцева и других авторов.

Источниками фактических материалов диссертации явились данные российских периодических изданий (в частности McKinsey Quarterly, Слияния и Поглощения, Журнала «Компания»), годовых отчетов компаний, вошедших в исследование синергических эффектов за период с 1999 по 2005 гг, отчетов о результатах слияний официальных сайтов Интернет.

**Научная новизна.**Наиболее существенные результаты, определяющие научную новизну исследования, заключаются в

следующем:

1. Впервые создана классификация синергических эффектов предприятий по:

Сроку инвестирования средств (долгосрочная и краткосрочная синергия);

Уровню риска, связанного с реализацией синергических эффектов (малорискованные синергические эффекты, высокорискованные синергические эффекты).

Данная классификация позволяет исследовать применение различных методов к оценке синергических эффектов предприятий в зависимости от уровня риска и срока инвестирования.

2. Раскрыты особенности применения существующих методик оценки  
бизнеса к оценке долгосрочных эффектов синергии: в рамках доходного  
подхода обоснована необходимость применения методов дисконтирования  
денежных потоков и опционного ценообразования (на основе  
биноминальной модели) для оценки долгосрочных эффектов синергии;  
обоснована невозможность применения методов сравнительного подхода и  
применение комбинации методов затратного подхода и дисконтирования  
денежных потоков для целей оценки долгосрочных синергических  
эффектов с позиции альтернативных путей их реализации (без проведения  
сделки по слиянию или присоединению). Применение методов доходного  
и затратного подходов позволяет оценить величину долгосрочных  
эффектов синергии, что, в свою очередь, позволяет оценить  
результативность потенциального слияния или присоединения.

1. Разработана методика определения величины премии за риск реализации эффектов долгосрочной синергии, впервые определен ее размер на уровне 15,6%, что позволяет более точно определять текущую стоимость денежных потоков, генерируемых синергическим эффектом. Величина указанной премии позволяет более точно применять метод опционного ценообразования для оценки возможности реализации эффекта долгосрочной синергии.
2. Впервые исследованы следующие параметры эффектов синергии в классе краткосрочной синергии:

" *сроки реализации;*

*размер синергических эффектов в денежном выражении;*

*вероятность достижения запланированных уровней краткосрочных синергических эффектов;*

*частота проявления видов краткосрочных синергических эффектов в результате реализации сделок по слиянию и присоединению.*

Они позволяют оценить реалистичность планов по реализации эффектов краткосрочной синергии и их влияние на стоимость объединенной компании до проведения сделок по слиянию или присоединению, а также ориентировочный размер синергических эффектов, ожидаемых от объединения организаций.

5. Создана методика расчета вероятных выгод от реализации эффекта  
краткосрочной синергии путем сравнения аналогичных сделок. Она  
позволяет определить величину потенциального (заявленного) эффекта  
краткосрочной синергии и использовать ее как исходную для вычисления  
текущей стоимости денежных потоков, генерируемых в результате  
реализации краткосрочного синергического эффекта.

1. Разработана методика определения влияния странового риска на величину мультипликатора, отражающего размер краткосрочного синергического эффекта. Ее использование позволяет скорректировать мультипликатор, определенный на основе статистики международных компаний, для предприятий из различных стран.
2. Обоснована возможность применения затратного подхода к оценке стоимости краткосрочных эффектов синергии, что позволяет уточнить оценку эффектов синергии, а также оптимизировать реализацию инвестиционного проекта: путем слияния или присоединения, так и альтернативными методами (создание совместного предприятия, инвестиции во внутреннее развитие или заключение договора простого товарищества).

**Практическая значимость.**Оценка синергических эффектов предприятий является одним из важных элементов как с позиции повышения конкурентоспособности национальной экономики, так и

развития конкретных субъектов экономики посредством проведения сделок по слиянию или присоединению. Результаты исследования могут быть использованы инвестиционными банками и фондами прямых инвестиций для более точной оценки потенциальных последствий объединения организаций (потенциальной прибыли от реализации синергических эффектов), оценки перспектив развития отраслей на основе выявления сделок, которые привели к реализации наиболее крупных синергических эффектов. Выводы и наиболее существенные результаты исследования могут быть использованы отраслевыми предприятиями для определения и расчета экономически выгодного способа реализации синергических эффектов - проведения сделок по слиянию или присоединению, или созданию совместных предприятий для совместной реализации синергического эффекта.

Результаты и основные положения диссертационного исследования можно применять в учебном процессе по дисциплинам, связанным с инвестиционной и оценочной деятельностью: «Инвестиционный анализ», «Оценка бизнеса», «Стратегический менеджмент».

Апробация работы. Основные положения диссертации используются в учебном процессе по специальности "Финансы и кредит" специализации "Финансовый менеджмент" в Московской финансово-промышленной академии при изучении курса «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)». По теме диссертации опубликованы четыре статьи в сборниках научных трудов Московской финансово-промышленной академии, а также других журналах и научных изданиях. Результаты диссертационного исследования применялись в практической деятельности при оценке компаний ОАО «Волга» и ЗАО «Картонтара». Помимо этого, автор делал доклады на конференции «Роль бизнеса в трансформации российского общества» (МФПА, 17-19 апреля 2006 года) по тематике оценки результатов слияний и присоединений и реализации синергических выгод,

а так же влияния слияний и присоединений на стоимость объединенной структуры. Основные положения диссертационного исследования используются в практической деятельности ряда российских консалтинговых компаний, в частности ООО «Инициатива» и 000 «ЛПК Континенталь менеджмент», что подтверждено справками о внедрении разработок автора в практическую деятельность вышеперечисленных организаций.

## Синергический эффект как категория науки

Терминология процессов слияний и присоединений значительно варьируется в иностранных и российских научных трудах, а также нормативно-правовых актах. В частности, Патрик Гохан дает следующее определение; «Слияние» - объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование . По мнению данного автора, термин «консолидация» означает «соединение предприятий, в котором две или более компаний объединяются, что бы образовать совершенно новую компанию» . Патрик Гохан трактует понятие «Поглощение» как враждебная сделка по приобретению сторонних компаний. При этом, утверждается, что иногда термин «Поглощение» используется для описание дружественных приобретений одних компаний другими.

Другие авторы, в частности Фрэнк Эванс и Дэвид Бишоп3, определяют термин «Поглощение» как приобретение одной компанией акции или активы поглощаемой компании. Под термином «Слияние» данные авторы понимают как «объединение двух компаний, в котором первая компания абсорбируется второй компанией или из первоначальных двух компаний создается новое юридическое лицо».

Некоторые нормативно-правовые акты, как в России, так и за рубежом трактуют данные процессы. В частности, Гражданский кодекс РФ определяет несколько процессов корпоративного контроля под единым термином «реструктуризация компаний». В частности термин «Слияние» определяется как создание нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ4. Термин «Поглощение» гражданский кодекс не определяет. Однако, ГК РФ определяет близкий по смыслу термин - Присоединение — прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу.

## Методика применения сравнительного подхода к оценке величины потенциальных выгод от реализации краткосрочного синергического эффекта

Применение сравнительного подхода к оценке величины краткосрочного синергического эффекта возможно двумя способами:

1. Сравнение синергических эффектов с помощью натуральных показателей, связанных с осуществлением конкретных синергических выгод от объединения компаний, работающих в одной отрасли, (метод сравнения натуральных показателей синергических эффектов);

2. Сравнение синергических эффектов с помощью финансовых показателей, (метод сравнения финансовых показателей).

Метод сравнения натуральных показателей синергических эффектов на сравнении конкретных технических или логистических параметров работы «компании-аналога» после слияния или присоединения в результате которого проявился эффект синергии. При этом, натуральные показатели в ходе оценки потенциального эффекта синергии необходимо скорректировать с учетом технических характеристик оцениваемой компании. К примеру можно описать эффект синергии, достигнутый на некоторых европейских предприятиях целлюлозно-бумажной промышленности. Так компания Norske Skog объединила четыре завода по производству бумаги, расположенных на расстоянии не более 100 миль друг от друга с целью достижения операционной синергии, снижающей расходы и увеличивающей доходы с помощью следующих мероприятий72: 1. Создание интегрированной системы производства бумаги на всех четырех заводах. Интеграция производства бумаги заключалась в том, что каждая из двенадцати бумагоделательных машин (БДМ), установленных на четырех комбинатах, была специализирована на производство конкретного вида бумаги с учетом уже имевшихся характеристик БДМ. В результате подобной «специализации» каждая БДМ претерпевала меньшее количество остановов (для начала производства нового вида бумаги), что в свою очередь повлекло уменьшение потребности в запчастях и увеличило время работы каждой из БДМ; 2. Оптимизация поставок сырья на комбинаты. Оптимизация поставок древесины преследовало целью не только сократить издержки на транспорт, но и оптимизировать качество поставляемой древесины на комбинат с учетом типа производимой на нем бумаги, что привело к повышению качества производимой бумаги и увеличению маржи в результате снижения транспортных расходов и повышения цен в результате улучшения качества продукции. Помимо оптимизации поставок древесины был изменен процесс утилизации древесных отходов - кора и опилки от производства стали сжигать на новом коросжигательном котле, установленном на одном из четырех заводов, что позволило снизить расходы на загрязнение окружающей среды в результате наличия на новом котле специального фильтра;

Таким образом, аналитик, зная подобную информацию, сможет определить размер синергических выгод от объединения в натуральных показателях. Например, сравнив выпуск бумаги данных четырех заводов до начала объединения и после можно определить размер повышение производительности в результате сокращения простоев БДМ. Отслеживая цены на бумагу, производимую на заводах можно определить изменения ее цены в результате повышения ее качества. Поле этого, необходимо скорректировать возможности достижения технических результатов синергического эффекта к оцениваемому слиянию. Так, в приведенном выше примере, необходимо понять, возможно ли при объединении других

ЦБК достигнуть подобной (или большей) специализации оборудования или на других предприятиях существуют какие-либо технические ограничения для достижения подобных эффектов синергии.

## Анализ основных параметров краткосрочных синергических эффектов

Согласно общей теории синергии, ее влияние на стоимость компании отражается через увеличение денежных потоков, снижения волатильности денежных потоков. При этом, указанные параметры могут наступать в течение разных периодов времени. Таким образом, собрав достаточную выборку из сделок по слиянию или присоединению, в рамках которых ожидались эффекты синергии можно оценить относительные и абсолютные показатели указанных характеристик:

Продолжительности периода реализации синергического эффекта;

Размера синергического эффекта;

Частота проявления различных видов синергического эффекта;

Вероятность реализации запланированных синергических выгод. При этом, размер синергического эффекта должен быть определен в

виде относительного показателя - отношения абсолютного прироста денежного потока за счет синергических выгод к стоимости инвестированного капитала объединенной компании или поглощаемой компании. Данное разделение производится для того, что бы возможно было оценить влияния синергического эффекта не только от крупных сделок но и от среднего размера сделок по слиянию или присоединению.

Для выявления данных параметров были выбраны компании из числа наиболее крупных в мире компаний из разных секторов экономики. Были собраны и изучены годовые отчеты данных компаний за последние 3-5 лет, и выбраны сделки по слияниям и присоединениям, в результате осуществления которых планировалась реализация синергических эффектов. На основе данной выборки проанализированы следующие показатели, характеризующие размер синергических эффектов:

1. Отношение натурального размера синергических выгод в денежном выражении к стоимости инвестированного капитала приобретаемой компании;

2. Отношение натурального размера синергических выгод в денежном выражении к стоимости инвестированного капитала Объединенной компании;

3. Изменение отношения EBITDA/Sales до и после проведения сделки по слиянию или присоединению для Приобретаемой, Приобретающей и Объединенной компаний;

4. Плановое и фактическое изменение отношения EBITDA/Sales Объединенной компании в результате синергических выгод;

5. Изменение курсов акций Объединенной компании по отношению к индексу S&P-500 за период реализации синергических выгод; Размеры синергических выгод являлись данные годовых отчетов

компаний относительно размера плановых и фактических величин синергических эффектов в стоимостном выражении. Сравнение размеров синергических эффектов со стоимостью инвестированного капитала приобретаемой компании объясняется тем фактом, что синергические выгоды в первую очередь зависят от возможности оптимизации производственной деятельности между приобретаемой и приобретающей компанией. В связи с этим, в случае, если приобретающая компания значительно больше приобретаемой, то размер синергических выгод по отношению к стоимости инвестированного капитала Объединенной компании будет незначительным. Однако, учитывая, что Приобретающая компания часто сталкивается с проблемой учета синергического эффекта при оценке стоимости инвестированного капитала приобретаемой компании, необходимо понимать каков возможный эффект синергии от присоединения приобретаемой компании к приобретающей. Однако, данное утверждение не означает, что при приобретении компании необходимо увеличивать стоимость приобретаемой компании на величину синергического эффекта. При этом, рассмотрено также отношение синергических выгод к стоимости инвестированного капитала Объединенной компании, т.к. одной из целей исследование является определение роли синергического эффекта как такового в развитии компаний.

Размер синергических выгод соотносится с величиной инвестированного капитала компаний по причине того, что величина долговых обязательств уменьшает стоимость собственного капитала компании и как результат стоимость одной акции компании. Учитывая, что размер займов компании не должно оказывать влияние не эффект синергии от совершения сделки по слиянию или присоединению влияние долговых обязательств на исследование должно быть исключено. Таким образом, стоимость инвестированного капитала является одним из наиболее эффективных показателей величины компании. Однако, подобный подход так же имеет свои недостатки: согласно теории оценки одним из факторов, влияющих на стоимость компании является премия за риск инвестирования в компанию, расположенную в определенной стране - так называемый страновой риск. Иными словами две одинаковые по размеру и эффективности деятельности компании, расположенные в странах, характеризующихся разными страновыми рисками, будут различаться по стоимости инвестированного капитала. Однако, в нашем случае были использованы крупнейшие в мире компании, что позволяет предположить, что страновой риск данных компаний примерно равновелик.