Стафеев Дмитрий Андреевич. Позитивные поглощения в корпоративной практике : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Москва, 2007 155 с. РГБ ОД, 61:07-8/3678

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1 Роль нематериальных активов в создании акционерной стоимости при слиянии

и поглощении компаний 8

1.1. Актуальные вопросы практики слияний и поглощений компаний в России и за рубежом 8

1.1.1. Современные тенденции и формы привлечения инвестиционного капитала 8

1.1.2. Научная полемика, определение и критерии выделения процессов слияний и поглощений 13

1.1.3. Теоретическое обоснование операций слияний и поглощений 18

1.1.4. Теоретические подходы к оценке эффективности операций слияний и поглощений

23

1.2. Роль нематериальных активов в операциях поглощения 33

1.2.1. Ключевые тенденции при проведении операций поглощения и подходы к определению нематериальных активов 33

1.2.2. Классификация базовых нематериальных активов, лежащих в основе проведения операций поглощения 36

1.2.3. Анализ причин неэффективности операций поглощения с участием нематериальных активов 42

1.3. Специфика отечественной практики операций поглощения при использовании

нематериальных активов в создании акционерной стоимости 53

1.3.1. Тенденции и технологии в создании нематериальных активов 53

1.3.2. Стратегия достижения максимального эффекта синергии 57

Выводы. 59

ГЛАВА 2. Финансовый механизм поглощения инновационной компанией компании с высокой долей материальных активов 61

2.1. Методологическая основа операции поглощения 61

2.1.1. Потенциал совместных действий и методика его оценки 61

2.1.2. Классификация рисков, сопровождающих процесс позитивного поглощения с участием инновационной компании и компании с высокой долей материальных активов

66

2.2. Алгоритм гармонизации поглощаемых активов с учетом влияния риска утраты

эффекта синергии 72

2.2.1. Математическая формализация и алгоритм оценки риска утраты эффекта 72

2.2.2. Механизм управления риском утраты эффекта синергии через инструмент чувствительности 78

2.3. Методика позитивного поглощения инновационной компанией компании с высокой

долей материальных активов 84

2.3.1. Определение потенциала существования эффекта синергии 83

2.3.2. Выявление ключевой сферы компетенций для создания эффекта синергии 90

2.3.3. Оценка состояния материальных активов для создания эффекта синергии 93

2.3.4. Порядок гармонизации нематериальньгх активов с материальными активам 100

2.3.5. Выдвижение предположений о достижении эффекта синергии 106

2.3.6. Определение стоимостного выражения эффекта синергии 110

2.3.7. Определение риска утраты эффекта синергии 112

2.3.8. Оценка размера премии владельцам поглощаемой компании 114

Выводы. 116

ГЛАВА 3. Формирование инвестиционно-ориентированной модели позитивного поглощения 117

3.1. Условия и параметры использования инвестиционно-ориентированной модели позитивного поглощения 117

3.2. Алгоритм увеличения акционерной стоимости с применением финансового механизма позитивного поглощения 121

3.3. Реализация операции позитивного поглощения на основе кейс-метода 126 Приложения 136

Заключение 149

Библиография 151

**Введение к работе**

В процессе построения нового рыночного хозяйства российская экономика не раз сталкивалась с необходимостью решения ряда сложнейших проблем. Одной из таких проблем следует признать слабое инвестиционное обеспечение индустриального сектора страны. Морально устаревшее и непрерывно деградирующее промышленное производство требует оживления инвестиционных процессов, активного притока инвестиционного капитала для воссоздания его на новой технологической основе.

Правительство России предпринимало ряд кардинальных мер по улучшению инвестиционного обеспечения промышленного производства. Структурная перестройка и решение проблемы преодоления низкой инвестиционной активности на протяжении ряда лет признавались важнейшими направлениями достижения экономического роста. Вместе с тем, можно констатировать, что, несмотря на все предпринимаемые усилия, кризис в инвестиционной сфере до сих пор не преодолен, и низкая инвестиционная активность по-прежнему остается серьезным препятствием на пути обеспечения экономического роста.

Потребность в поиске реальных возможностей для преодоления инвестиционного кризиса в российской экономике предопределяет необходимость разработки теоретических основ и практических рекомендаций по эффективному стимулированию роста инвестиционных процессов.

Раскрывая степень научной разработанности поставленной проблемы, необходимо отметить, что поскольку современная российская экономика - это уникальное явление развития мирового экономического сообщества, то многие вопросы ее преобразования находятся еще в стадии их начального рассмотрения.

Так, например, до сих пор остаются неисследованными многие аспекты формирования действенного механизма стимулирования инвестиций. Еще в трудах классиков экономической теории А.Смита, Ж.-Б.Сэя, К.Маркса, А.Маршалла, Дж.Кейнса, Р.Коуза были заложены основы теоретических воззрений на сущность государственных стимулов роста инвестиций, на границы рационального государственного вмешательства в инвестиционное самообеспечение рыночно самостоятельных производственных предприятий. Однако мировой опыт доказывает необходимость сочетания стимулирования активности инвестиционных процессов как со стороны государства, так и со стороны самих хозяйствующих субъектов. Такая точка зрения поддерживается и многими современными отечественными учеными -О.С.Белокрыловой, В.М.Белоусовым, А.В.Бузгалиным, В.И.Видяпиным, Е.Т.Гайдаром, С.Ю.Глазьевым, Г.П.Журавлевой, М.М.Загорулько.

Вместе с тем, многие предложения по совершенствованию инвестиционной политики на протяжении достаточно длительного периода оказывались невозможными для практического применения. Так, например, до последнего времени не было достигнуто методологической определенности в концепции стимулирования инвестиционных процессов посредством операций слияния и поглощения. Несмотря на достаточно большое количество публикаций, практические рекомендации по реализации данного механизма в современных условиях российского рынка остаются неполными и отрывочными и требуют их развития и оформления в более системном виде. Актуальность и недостаточная разработанность определили выбор темы, цели и задач диссертационного исследования.

Цель диссертационного исследования состоит в разработке научно-методического подхода к совершенствованию операций по слиянию и поглощению компаний, направленных на достижение эффекта синергии за счет гармонизации нематериальных активов с материальными.

Для решения поставленной цели диссертантом были определены следующие задачи:

выявить основные причины, препятствующие активизации инвестиционных процессов в отраслевом хозяйстве Российской Федерации;

произвести систематизацию существующих подходов в привлечении инвестиционного капитала;

определить особенности механизма взаимодействия компаний в процессе операций по слиянию и поглощению;

выявить риск-совокупность, связанную с процессами позитивного поглощения, и осуществить их классификацию;

выработать рекомендации по использованию алгоритма оценки риска утраты эффекта синергии;

разработать методику нивелирования рисков, возникающих в процессе позитивного поглощения;

разработать методическое обеспечение процесса позитивного поглощения компании;

предложить рекомендации в отношении условий и параметров использования инвестиционно-ориентированной модели позитивного поглощения.

В качестве предмета исследования выступают экономические отношения, складывающиеся в процессе реализации механизма позитивного поглощения.

В качестве объекта исследования рассматривается процесс инвестиционного обеспечения промышленного производства посредством реализуемого механизма позитивного поглощения.

Методологической основой является диалектический метод, системный и структурный подходы. Концепция преобразования механизма стимулирования инвестиций излагается с позиции учета многообразия взаимосвязей и взаимоотношений. Теоретическую базу диссертационного исследования составили труды классиков экономической теории, монографические работы и научные статьи отечественных и зарубежных экономистов, законодательные и нормативные акты. Информационной базой диссертационной работы послужили опубликованная в статистических сборниках информация Федеральной службы государственной статистики, материалы периодической печати, первичная информация, собранная автором в процессе диссертационного исследования.

Научная новизна исследования определяется следующими его результатами.

1. Уточнено использование понятийного аппарата «слияние» и «поглощение» применительно к отечественным условиям деятельности компаний, состоящее в четком разграничении экономического содержания терминов и выделении критериев, позволяющих идентифицировать инвестицию в качестве «поглощения», либо «слияния». Это обусловило введение в научный оборот термина «позитивное поглощение».
2. Выделены основные тенденции проведения операций слияний и поглощения компаний в экономических системах Российской Федерации и зарубежных стран. В частности, отмечается увеличение экономической эффективности от операций М&А, рост числа дружественных поглощений, повышение доли нематериальных активов.
3. Осуществлена классификация рисков операций поглощения компании на основе утраты акционерной стоимости поглощающей компании. Классификация производилась посредством распределения рисков в соответствии с этапами операции поглощения компании. Предложена методика и алгоритм управления риском утраты эффекта синергии, способствующие нивелированию риск-составляющей операции позитивного поглощения.
4. Обоснована целесообразность инициирования операции позитивного поглощения со стороны собственников компании с высокой долей нематериальных активов исходя из повышенной кредитоспособности, возникающей вследствие меньшей вероятности утраты эффекта синергии.
5. Разработана методика позитивного поглощения компаний, основным элементом которой является процедура гармонизации поглощаемых активов реализуемая путем построения стратегической карты позитивного поглощения.

Разработанные в диссертации рекомендации по проведению операций позитивных поглощений были обсуждены в докладах на ряде конференций и в лекциях, подготовленных для дисциплины «Корпоративные финансы» Государственного университета управления.

Диссертация состоит из введения, трех глав и заключения. Исследование изложено на 154 страницах машинописного текста и содержит 17 рисунков, 25 таблицами и 4-мя диаграммами.

class1 **Роль нематериальных активов в создании акционерной стоимости при слиянии**

**и поглощении компаний** class1

## Актуальные вопросы практики слияний и поглощений компаний в России и за рубежом

Одним из важнейших факторов, оказавших существенное негативное воздействие на становление российской экономики, являлся спад инвестиционных процессов. Данное явление вызвало целый ряд негативных тенденций, связанных с разрушением производственно-технологического и научного потенциала страны, создав, тем самым серьезное препятствие на пути обеспечения экономического роста.

Как известно, основу реального сектора экономики долгое время составляли предприятия со смешанной формой собственности, образовавшиеся в 1992 г. в результате «приватизационных процессов». В этот период государство энергично создавало класс эффективных собственников за счет приватизации существующих отраслевых предприятий, сохраняя, однако, за собой контроль над наиболее значимыми из них. На тот момент всем казалось, что данные предприятия станут базой для проведения будущих рыночных реформ, своеобразным защитным механизмом от возможных экономических потрясений.

Что же произошло на самом деле? В России появились не частные предприятия, а ОАО - открытые акционерные общества, в которых государству принадлежало от 10 до 50% акций. Такая структура собственности явилась непреодолимым барьером на пути к организованным рынкам инвестиционного капитала. Трудность здесь заключалась в том, что реальный собственник предприятий - государство было не заинтересовано в «разводнении» «своих» акционерных капиталов, поэтому на пути развития современных форм привлечения инвестиционного капитала оказался весьма серьезный барьер - закрепление акций большинства предприятий в собственности государства.

Еще в большей степени ситуацию осложнял тот факт, что сроки окупаемости в производственном секторе оказались гораздо длиннее, чем в сфере обращения. Наличие различий в условиях экономического функционирования реального и финансового секторов привело к формированию противоположной направленности денежных потоков, оттоку капитала из производственного сектора в финансовый. Это сильно сократило инвестиционно-финансовые ресурсы производства и вызвало неустойчивость финансового сектора, разрастание которого не имело стабильной воспроизводственной основы. Так, например, результатом данного «разрыва» стало то обстоятельство, что в структуре кредитных вложений в реальный сектор экономики на протяжении десятилетий преобладали кредиты, выданные на пополнение оборотных средств сроком до 1 года. Данная тенденция была весьма характерна и для кредитования предпринимательского сектора. Вполне логично, что в сложившейся ситуации назревала необходимость активизации других инвестиционных механизмов.

В связи с этим Правительство Российской Федерации предприняло ряд кардинальных мер по улучшению инвестиционного обеспечения промышленного производства. Большинство из них, действительно, приводили к заметным улучшениям, однако не всегда способствовали созданию условий и механизмов, отражающих инвестиционные потребности экономических субъектов. Так, например, первые признаки инвестиционного оживления наметились еще в конце 1999 г., когда динамика инвестиций в основной капитал достигла 4,5%1 (для сравнения, валовой продукт в тот период вырос только на 3%). По формальным критериям в российской экономике были налицо все признаки «инвестиционного бума». Однако данное оживление целиком опиралось на импортозамещение и весьма благоприятную конъюнктуру мировых цен на сырьевых рынках. Оба этих макроэкономических фактора кардинально изменили ситуацию с накоплениями в стране. Приток нефтедолларов насытил экономику платежными средствами и за счет оживления платежеспособного спроса обеспечил значительное улучшение финансового положения предприятий.

Так, доля нефтяной и газовой промышленности в совокупной прибыли всей экономики возросла с 11,5% в 1998 г. до 21 % в 1999 г. и почти до 27% по итогам семи месяцев 2000 года. В оборот стали вовлекаться ранее не загруженные мощности -загрузка промышленных мощностей, по некоторым оценкам, увеличилась с 51% в 1998г. до 57% в 1999 г. и до 65% в первом полугодии 2000 г. В свою очередь, топливно-сырьевой сектор стал своеобразным локомотивом дальнейшего инвестиционного оживления: на железнодорожном транспорте общего пользования в 2000 г. рост инвестиций в годовой оценке составил 43%), в дорожном хозяйстве - 28%), в магистральном трубопроводном транспорте - 75%». Столь же динамично в тот период росли инвестиции в сфере жилищного строительства, основным финансовым источником которых были средства населения и бюджетные ресурсы. Однако дальнейшее увеличение загрузки мощностей стало упираться в объективные ограничения - высокий уровень физического и морального износа производственного капитала. Чтобы удовлетворять растущий спрос на свою продукцию, предприятиям потребовалась срочная модернизация, обновление и расширение основного капитала.

Однако какие бы надежды ни возлагались в тот период на внешние формы инвестиционного капитала - банковские кредиты, иностранные инвестиции и инвестиций со стороны собственников, - инвестиционный подъем финансировался преимущественно за счет собственных ресурсов предприятий. Так, например, банковские кредиты в тот период обеспечивали не более 5% всех инвестиций в производство - их рост на протяжении долгого периода сдерживался высоким уровнем экономических и политических рисков. Еще одним препятствием на пути инвестиционного капитала было явное отсутствие «прозрачности» финансовой деятельности большинства предприятий. Как результат, уже к 2000 г. более 70% всех капитальных вложений промышленные предприятия финансировали исключительно за счет своих ресурсов.

Другими словами, обладая потенциальной возможностью влиять на любые бизнес-процессы, государство оказалось не в состоянии решить самый важный для производства вопрос - вопрос обеспечения промышленности инвестиционным капиталом. Так, например, инвестиции из федерального и региональных бюджетов концентрировались в основном лишь на строительстве объектов государственного управления - 43%) всех инвестиций из федерального бюджета в 1999 г. Как результат, уже к 2000 г. основные фонды промышленности оказались изношены более чем на 70%. Негативный опыт, а также отсутствие необходимых знаний долгое время являлись непреодолимым препятствием и на пути другого инвестиционного ресурса -частного инвестиционного капитала. В результате сбережения населения, являющиеся в экономике многих стран основным ресурсом для развития индустриального сектора, в России практически не были вовлечены в процесс воспроизводства. Другим сдерживающим фактором являлась подорванная в ходе кризиса ресурсная база развития многих производств - большинство из них в тот период были сориентированы на импортные ресурсные поставки.

Между тем, чтобы быть успешным в условиях современной экономической системы, необходимо постоянно внедрять инновации, создавая, тем самым, новые конкурентные преимущества. Источником таких инноваций должен являться постоянный приток капиталовложений в материальные и нематериальные активы. Какие же формы и источники инвестиционного капитала имеют наибольшее распространение на сегодняшний день?

## Потенциал совместных действий и методика его оценки

В качестве основополагающей теории, характеризующей процессы позитивного поглощения компаний, по мнению автора, целесообразно использовать концепцию синергии, разработанную И. Ансоффом1. Данная концепция основывается на реализации потенциала совместных действий между поглощающей и поглощаемой компаниями, в результате которых стоимость объединенной компании превосходит сумму стоимостей каждой из них в отдельности. Созданная при этом дополнительная стоимость и будет являться эффектом синергии. Концепция синергизма, в этом случае, заключается в следующем: где (ROI)AB - норма прибыли от капиталовложений объединенной компании АВ после поглощения; (ROI)A - норма прибыли капиталовложений компаний А до поглощения; (ROI)B - норма прибыли капиталовложений компаний В до поглощения.

В результате прибыль от капиталовложений объединенной компании после поглощения становится более высокой, чем при инвестировании средств каждой из компаний в отдельности до поглощения.

И. Ансофф предложил методику измерения синергетического потенциала компании, позволяющую оценить возможность приобретения новых предприятий. В основу методики положен аналитический прием использования метода сравнения

Ансофф И. Новая корпоративная стратегия/ Под ред. Ю. Н. Каптуревского. М.: Питер, 1999.414 с. возможностей. Сущность данной методики состоит в последовательной реализации трех этапов (табл. 2.1.)

Этап Сущность этапа

Первый этап определение конкурентных возможностей, за счет которых компания намеревается лидировать в выбранной области определение сильных сторон успешных конкурентов в выбранной области группировка синергетических эффектов по функциональным признакам внутри компании Второй этап разработка схемы профиля возможностей компании определение индивидуальных навыков и ресурсов компании классификация категорий навыков и ресурсов по функциональным признакам компании построение таблицы компетенций; Третий этап совмещение профилей компетенций выбранных компаний анализ и качественная оценка синергетических возможностей компании Табл. 2.1. Сущность этапов методики измерения потенциала синергии компании Однако предложенная И. Ансоффом концепция синергизма не позволяет раскрыть сущности количественной оценки образовывающегося эффекта. Для исследования вопроса математической формализации синергетического эффекта, возникающего в процессе позитивного поглощения, необходимо воспользоваться теоретическим обоснованием концепции синергии.

Основываясь на концепции синергизма предположим, что эффект синергии в процессе позитивного поглощения заключается в том, что стоимость компании после позитивного поглощения больше суммы стоимостей каждой из компаний до операции позитивного поглощения:.

Количественно эффект синергии «AS» выражается как разницу между стоимостью объединенной компании после поглощения и суммой стоимостей компании-покупателя и компании-цели до поглощения: AS =S;-(S„+SJ. (2.3)

Следовательно, потенциал создаваемого эффекта синергии может быть нивелирован суммой уплачиваемой премии. При этом максимально возможный размер выплачиваемой премии не должен превышать ожидаемого эффекта синергии.

Допуская, что поглощающая компания не имеет в наличии необходимого размера собственных средств для выплаты премии собственникам поглощаемой компании, сумма премии может быть профинансирована за счет привлечения заемного капитала Вг

Однако данное выражение не позволяет достоверно спрогнозировать будущую стоимость объединенной компании, что обусловливается наличием повышенной неопределенностью в количественных значениях составляющих денежного потока объединенной компании.

В результате выражение (2.8) может быть использовано для оценки степени влияния отдельных факторов на образующийся эффект синергии.

В качестве одного из основных варьируемых факторов, влияющих на количественную оценку эффекта синергии в рамках предложенной модели позитивного поглощения, выступают нематериальные активы. В связи с этим первостепенное внимание следует уделять именно данным активам, так как они эффективнее других способны повлиять на размер синергии.

Стоит заметить, что нематериальные активы необходимо исследовать исключительно во взаимосвязи с материальными. Это обусловливается тем, что нематериальные активы без взаимодействия с материальными активами обладают потенциальной стоимостью. Материализация стоимостной оценки нематериального актива осуществляется посредством соединения с материальным активом. Однако для того чтобы образующуюся связь между каждым из видов активов объединяющихся компаний стала объектом управления со стороны инициаторов операции позитивного поглощения следует использовать систему сбалансированных показателей, предложенных Каплан Роберт С.2 Суть данного подхода состоит в построении причинно-следственной связи между финансовыми и нефинансовыми показателями ключевых материальных и нематериальных активов объединяющихся компаний.

## Условия и параметры использования инвестиционно-ориентированной модели позитивного поглощения

Практическое внедрение результатов диссертационного исследования построено на использовании в консалтинговом проекте малого предприятия, имеющего научно-производственную направленность в сфере пищевой промышленности (далее - ЗАО «Технология»).

Изначально определим, что приведенные ниже цифровые значения финансовых показателей организаций и их наименования изменены ввиду невозможности разглашения коммерческой тайны последних.

ЗАО «Технология» в ходе опытно-конструкторских и научных исследований разработана инновационная технология производства йогуртовой закваски.

В ходе предварительной промышленной эксплуатации на пробной партии молочных изделий выявлены следующие улучшения, которые потенциально могут повлиять на финансовые показатели производственного предприятия:

1) на 10% сокращается потребность в нормализированном молоке при производстве единицы йогуртовой продукции;

2) на 15% сокращается брак в производстве йогуртовой закваски;

3) отмечается улучшение вкусовых качеств йогуртовой продукции.

На совете директоров ЗАО «Технология» принято решение привлечь консалтинговое агентство ЗАО «Риск-менеджмент» с целью разработки сценария развития инновационной компании на основе полученных НИОКР и НИР.

Группой специалистов ЗАО «Риск-менеджмент» на основе проведенного анализа информации выработаны следующие предложения для собственников ЗАО «Технология»:

1) продажа запатентованной технологии крупнейшим участникам рынка;

2) позитивное поглощение производственных мощностей промышленного предприятия с целью самостоятельного налаживания производственного процесса.

В результате построения финансовой модели бизнеса инновационной компании по первом варианту текущая стоимость компании оценивается в 35 млн долл. Столь не высокая оценка обусловливается тем, что в течение 1,5-2 лет данная технология после ее передачи через патент может быть успешна скопирована крупнейшими участниками рынка, располагающими самостоятельными научно-исследовательскими подразделениями, при чем без нарушения прав патентообладателя.

В свою очередь, при реализации второго варианта текущая стоимость объединенной компании составит порядка 56 млн долл. Однако потребуется порядка 15-17 млн долл. дополнительных капиталовложений на приобретение производственного предприятия от собственников ЗАО «Технология». Ввиду отсутствия возможностей финансирования приобретения производственных мощностей, как за счет самостоятельных вложений, так и со стороны кредитно-финансовых учреждений, из-за существования повышенной неопределенности относительно результатов внедрения результатов НИОКР компании ЗАО «Технология», данный вариант также не может быть принят собственниками.

В качестве альтернативного варианта решения проблемы руководством ЗАО «Рис-менеджмент» предложен проект по вхождению в состав акционеров объединенной компании бизнес-ангела, финансирующего поглощение производственных мощностей. В данном случае бизнес-ангел принимает самостоятельное участие в сделке позитивного поглощения в качестве внешнего инвестора.

По итогам договоренности с владельцем инновационной компании внешнему инвестору в новой структуре передаются 50% обыкновенных именных акции объединенной компании. Одновременно составляется опцион, условиями которого предусматривается, что в случае если объединенная компания достигает запланированных параметров, то бизнес-ангел оставляет за собой вправо остаться в акционерном капитале. В противном случае последний имеет право потребовать выкупа акций со стороны существующих акционеров инновационной компании, либо самостоятельно, без согласия других участников, инициировать процедуру ликвидации хозяйствующего субъекта.

В случае потребности в дальнейшем расширении масштабов деятельности объединенной компании, последнее будет осуществляется посредством за счет привлечения венчурного фонда инвестиций (венчурного капиталиста), которому каждый из собственников компании должен будет переуступить определенную долю в уставном капитале объединенной компании. При этом логическим завершением процедуры инвестирования средств в объединенную компанию будет выступать первичное размещение акций на открытых фондовых площадках страны.