

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

И. Д. Аникина¹

канд. экон. наук, доцент кафедры корпоративных финансов и банковской деятельности Волгоградского государственного университета

СОЗДАНИЕ СИНЕРГЕТИЧЕСКИХ ЭФФЕКТОВ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Слияния и поглощения получают все большее распространение среди российских предприятий. Об этом свидетельствует анализ статистических данных: среднегодовой темп прироста числа сделок слияний и поглощений на отечественном рынке составил, по данным за последние пять лет, 23%. Этот вид сделок отличает масштабность преобразований, вызываемых ими, — это и значительность финансовых ресурсов, необходимых для проведения сделки, долгосрочность вложений, изменения в системе управления, корпоративной культуре, технологии и т. д. Именно эти аспекты слияний и поглощений привлекают внимание к необходимости изучения их сущности, роли и специфики в системе других стратегий предприятий.

Один из основных мотивов реализации сделок слияний и поглощений — получение синергетических эффектов, среди которых выделяют операционные и финансовые синергетические эффекты и даже управленческую синергию. Выгоды операционной синергии заключаются в экономии операционных издержек за счет объединения различных функциональных подразделений компании и роста масштабов деятельности, экономии затрат на НИОКР, в увеличении денежных потоков за счет диверсификации ассортимента продукции. В основе управленческой синергии лежит экономия за счет создания новой (предположительно более эффективной) системы управления. Финансовая синергия предполагает снижение цены источников финансирования компании как за счет изменения структуры и стоимости источников финансирования, так и за счет снижения финансового риска или получения налоговой экономии (налоговых щитов). Этот вид синергии не всегда относят к числу рациональных мотивов слияний / поглощений. Например, как отмечают Р. Брейли и С. Майерс (Брейли, Майерс, 2007), финансовые аспекты выгод от слияний и поглощений относятся к сомнительным мотивам слияний. Они аргументируют это следующим образом: объединившимся компаниям заимствования обходятся дешевле, чем в отдельности, ввиду экономии на издержках размещения ценных бумаг и более низких процентных ставках. Но более низкие проценты обеспечиваются более надежной защитой кредиторов, таким образом, стоимость акционерного капитала компании уменьшается (по модели опционного ценообразования). Слияние в этом случае создает дополнительную стоимость только в случае уменьшения вероятности финансового кризиса компании из-за меньшей волатильности денежных потоков, получаемых при объединении компаний, и сни-

¹ Эл. адрес: anikina@volsu.ru.

жения вероятности падения денежных потоков ниже уровня финансовых издержек на капитал (Брейли, Майерс, 2007, с. 868). Вопрос о спорности финансовых синергий разделяют и другие авторы. Так, Патрик А. Гохан отмечает: «В тех пределах, в которых существует финансовая синергия в объединенных корпорациях, следует понижать и затраты на капитал. Однако вопрос о том, действительно ли существует финансовая синергия, является в корпоративных финансах спорным» (Гохан, 2006, с. 161).

По нашему мнению, разделение синергетических эффектов на операционные, управленческие и финансовые является достаточно узким. Это подтверждается хотя бы тем, что, например, к операционной синергии относят выгоды и возможности, которые получаются не только за счет объединения производственного процесса, но и других сторон деятельности: коммерческих, инновационных, инвестиционных, поэтому мы предлагаем модель синергетических эффектов, возникающих в результате реализации стратегии слияний и поглощений, которая позволяет более корректно их идентифицировать, оценивать и дает возможность избежать принятия неэффективных решений. Стратегия слияний и поглощений должна осуществляться с целью создания и (или) получения новых возможностей (конкурентных преимуществ) компании за счет возникающих синергетических эффектов, приводящих к росту ее инвестиционной стоимости.

Реализация конкретных стратегий создания синергетических эффектов зависит от видов (направлений) слияний и поглощений: горизонтальные, вертикальные, ассортиментные и диверсифицируемые конгломеративные слияния и поглощения. Для горизонтальной интеграции характерна производственная стратегия создания синергетических эффектов (экономия за счет масштабов деятельности, комбинирование взаимодополняющих ресурсов).

Для вертикальной интеграции — организационная стратегия (упрощение административного управления, координация действий). Конгломеративные слияния и поглощения вызывают неоднозначную реакцию исследователей. Как замечает Патрик А. Гохан, «наследие конгломератов получило низкую или, по крайней мере, смешанную оценку» (Гохан, 2006, с. 164). Важным мотивом для конгломеративных слияний, по мнению автора, может служить приобретение гудвилла компании-цели. Как известно, гудвилл компании — это нематериальные активы, неотделимые от компании, основой которых является информация и знания (Платонов, 2006; Соколова, 2005). Информация и знания становятся в рамках корпораций интеллектуальным капиталом, который можно разделить на человеческий капитал (знания, навыки, способности работников, корпоративная культура и философия организации) и структурный капитал (патенты, лицензии, торговые марки, организационная структура, базы данных, электронные сети и т. д.) (Иноземцев, 1998, с. 341). Структурный капитал может быть отчужден от компании — продан, подарен, передан в управление и т. д. Человеческий капитал неотделим от его носителей и не является собственностью компании, он как бы «арендуется» фирмой, поэтому часто не считается активом и не подлежит бухгалтерскому учету. Несмотря на это, именно качество человеческого капитала приносит реальные выгоды компании в виде прямого увеличения дохода, уменьшения риска, стабильности получаемых доходов. Эти преимущества, создаваемые человеческим капиталом, находят свое отражение в разрыве между оценками акций на фондовом рынке и бухгалтерскими оценками. Стоимость материальных активов — это «добрая воля» (гудвилл) фирмы, которая определяется доверием акционеров к фирме. Стоимость неосязаемых активов, неотделимых от фирмы, — это ее гудвилл, в который входят: 1) «качество» человеческого капитала; 2) степень доверия фирме со

Таблица 1

Стратегии создания синергетических эффектов и их показатели

Стратегии создания синергетических эффектов	Содержание стратегии	Ожидаемый результат стратегии
Организационная	Изменение структуры и принципов управления, распространение новых корпоративных методов управления	Рост эффективности управления компанией Рост инвестиционной привлекательности компании
Производственная	Комбинирование взаимодополняющих ресурсов, диверсификация ассортиментной политики	Рост производительности труда Рост качества продукции Увеличение производственных мощностей
Коммерческая	Выход на новые сегменты рынка, диверсификация клиентуры	Увеличение рыночной власти Увеличение доли рынка Увеличение лояльности покупателей
Финансовая	Изменение структуры и цены источников финансирования, их состава	Увеличение финансовой гибкости (получение доступа к дополнительным источникам финансирования, например IPO) Уменьшение риска
Инновационная	Получение нематериальных активов, ноу-хау, брендов	Увеличение возможностей компании в конкурентной борьбе Увеличение лояльности покупателей Улучшение имиджа компании
Инвестиционная	Получение дефицитных ресурсов, диверсификация бизнеса	Оптимизация производственного процесса Защита от конкурентов
Спекулятивная	Вложение временно свободных денежных средств в недооцененные, ликвидные активы или активы с высоким потенциалом роста	Увеличение стоимости цены покупки

стороны акционеров, клиентов, работников; 3) оптимальность сочетания всех факторов производства; 4) качество менеджмента; 5) наличие сетевых характеристик у компании и др.

В настоящее время происходит интеграция различных форм капитала. На первый план в характеристике капитала выходит не только «производственное начало и промышленный капитал», как отмечают И. Ю. Беляева и М. А. Эскиндаров (Беляева, Эскиндаров, 1998, с. 77), но и интеллектуальный капитал, и информационная инфраструктура, и способ соединения функциональных составляющих капитала (банковского, промышленного, интеллектуального, информационного) в единое целое. Новые формы интеграции капитала приводят к сетевой структуре организаций, при которой основное внимание уделяется развитию кооперационных и информационных сетей. Организация сети зависит от активов (материальных и нематериальных), которые контролируются другими организациями, а спецификация активов приводит к тому, что они имеют ценность только тогда, когда используются в сети, при выходе из нее они теряют ценность. Интеграция организаций приводит к образованию своего рода «виртуального» капитала, который представляет собой сложную интегрированную систему капиталов различных видов и сфер деятельности и имеет ценность именно как интегрированная форма. При разделении такого капитала ценность его отдельных составляющих (например, материальных активов, патентов, человеческого капитала или разделение по функциональным сферам: производственные, торговые, банковские, страховые организации) может резко уменьшиться и даже дойти до нуля. «Виртуальный» капитал предполагает не

просто арифметическое сложение капиталов и ресурсов предприятия, а их трансформацию в новую структуру, которая будет характеризоваться наличием общих целей и общей информационной системой для корпораций, входящих в сеть. «Виртуальный» капитал раздвигает границы организаций, интеграция может происходить не только путем объединения активов, но и путем формирования сети, создающейся на единой информационной платформе и имеющей общие принципы, правила поведения, деловую этику, т. е. корпоративную культуру — «социальный» капитал организации. «Капитал станет более символической, чем реальной, субстанцией... он будет представлять собой сложное интеграционное целое, объединяющее все виды капитала и объединенное общей и единой информационной системой. Капитал вообще примет информационный образ. Не только информация станет капиталом, но и капитал станет информацией» (Осипов, 1990, с. 316). «Сетевые» характеристики корпорации повышают их адаптационные возможности. Однако для сетевых организаций особенно трудно оценить выгоды от проведения стратегии слияния и поглощения.

Стоимость гудвилла зависит как от объективных факторов, отражающих реальное повышение конкурентоспособности компании на рынке, так и от субъективных, определяющихся индивидуальными представлениями инвесторов о будущих перспективах фирмы. Стоимость гудвилла выявляется на рынке при покупке или продаже компании, определение его расчетным путем в денежном выражении представляет собой весьма условную величину. С этим соглашаются многие исследователи, например В. Иноземцев, который считает, что «“добрая воля” становится основным критерием, лежащим в основе рыночной цены компании и... не может быть определена путем калькуляции объективных стоимостных показателей» (Иноземцев, 1998, с. 342). Тем не менее в настоящее время разработано немало методик определения стоимости гудвилла и раскрытия о нем информации для целей менеджмента, из которых наибольшее распространение получили следующие: 1) метод *Skandia-Navigator*, основанный на нефинансовых индикаторах; 2) метод преимущества в прибыли, при котором капитализируется часть доходов, превышающая среднеотраслевой уровень, и относящаяся к неосязаемым активам фирмы; 3) стоимость неосязаемых активов как превышение рыночных оценок над балансовыми для компаний, чьи акции котируются на фондовой бирже; 4) коэффициент Тобина, рассчитываемый как отношение рыночной стоимости фирмы к ее восстановительной стоимости, известно, что для компаний, использующих неосязаемые активы, этот коэффициент больше единицы; 5) коэффициент Бэйна, основанный на отношении разницы между фактической и среднеотраслевой прибылью к величине собственного капитала компании. Мы полагаем, что лучше всего для определения стоимости гудвилла применять метод избыточных активов, который представляет собой модификацию одного из наиболее распространенных методов оценки гудвилла — метода избыточных прибылей. В этом случае для определения стоимости гудвилла предлагается рассчитать общую величину активов, которую необходимо инвестировать в компанию при условии долгосрочной среднеотраслевой оборачиваемости активов. Разность между рассчитанной и балансовой стоимостью активов рассматривается как стоимость гудвилла.

Метод избыточных активов включает в себя следующие этапы:

- определение стоимости активов, необходимых для их среднеотраслевой оборачиваемости;
- определение стоимости избыточных активов как разницы между величиной активов, необходимых для получения среднеотраслевой оборачиваемости, и стоимостью активов предприятия, отражаемых в его финансовой отчетности.

Таким образом, гудвилл компании может быть определен следующим образом:

$$GW = \left(\frac{B}{C} - A \right), \quad (1)$$

где GW — гудвилл компании; B — выручка компании; C — долгосрочная среднеотраслевая совокупных активов, рассчитанная как среднеарифметическая взвешенная за ряд лет по статистическим данным и скорректированная на долгосрочный темп роста.

$$C = (\sum C_i \times t) / \sum t \times (1 + g), \quad (2)$$

где C_i — среднеотраслевая оборачиваемость активов за i -й период; t — номер i -го периода (1, 2, ... n); g — долгосрочный темп роста оборачиваемости активов; A — стоимость совокупных активов, отражаемых в финансовой отчетности компании.

Данная методика позволяет учесть особенности формирования стоимости гудвилла, избежать сложностей в обосновании значения ставки капитализации, которые возникают при использовании метода избыточных прибылей, и недостатков, присущих показателю прибыли, поскольку прибыль во многом зависит от методов бухгалтерского учета и учетной политики предприятия (учета запасов, амортизации). Применение различных методик бухгалтерского учета приводит к различным величинам прибыли. Показатель денежного потока более объективно характеризует деятельность компании, но он менее информационно открыт для внешних пользователей, поэтому для расчета величины гудвилла мы предпочли использовать показатель оборачиваемости активов, так как показатель выручки, используемый при расчете оборачиваемости, менее зависит от применяемых методов бухгалтерского учета и более обоснован информационно, чем показатель денежного потока. Стоимость активов, используемую в расчетах, мы предлагаем брать из данных бухгалтерского учета для обеспечения сравнимости данных, поскольку среднеотраслевые значения рассчитываются на основе финансовой (бухгалтерской) отчетности компаний. Полученное значение гудвилла для расчета стоимости компании необходимо прибавлять к рыночной оценке активов.

При реализации конгломеративного слияния / поглощения и получения гудвилла компания приобретает следующие экономические выгоды:

- получение информации, позволяющей повысить конкурентоспособность компании (информация о рынках, покупателях, технологиях и т. д.);
- получение доступа к административным ресурсам;
- повышение и развитие компетенций менеджеров компании (опыт разработки и реализации управленческих, маркетинговых технологий и т. д.);
- получение информационных технологий;
- внедрение новой организационной культуры и др.

Необходимое условие успешной реализации данной стратегии — «дружественное» слияние. Один из аргументов против данной точки зрения следующий: выгоды реализуются только при активном взаимодействии персонала компаний друг с другом. Исходя из такого представления, может быть, проще привлечь в компанию только менеджеров, компании-цели, не покупая ее материальные активы? Но дело в том, что экономические выгоды возникают при частичном обмене компетенциями компаний, нужно также учитывать, что информация в компании распределена между различными людьми, отделами и отдельный индивид не владеет всей информацией. Лишь объединение личностных и про-

фессиональных компетенций, информационных технологий, способов обработки информацией, управленческих технологий, «сетевых» активов может обеспечить синергетические эффекты. С этой точки зрения, покупая компанию, покупается «венчурный проект», характеризующийся, с одной стороны, высоким риском, а с другой — возможностью реализации значительных синергетических эффектов, связанных с нестандартным подходом к управлению компанией. Поскольку такие проекты высокорискованны, то, по нашему мнению, компания-цель должна иметь размеры, значительно меньшие, чем компания-покупателя, а это бывает далеко не всегда, так что данный мотив не может лежать в основе объяснения всех конгломеративных слияний / поглощений.

Итак, мотивом сделок слияний / поглощений является получение синергетических эффектов — новых возможностей (конкурентных преимуществ компании), возникающих в результате реструктуризации компании в различных функциональных сферах ее деятельности (организационной, производственной, коммерческой, финансовой, инновационной, инвестиционной, спекулятивной) и приводящих к росту ее инвестиционной и рыночной стоимости. А одним из мотивов конгломеративных слияний и поглощений выступает приобретение гудвилла компании и получение следующих экономических выгод: доступ к информации, позволяющей повысить конкурентоспособность компании (информация о рынках, покупателях, технологиях и т. д.); доступ к административным ресурсам; повышение и развитие компетенций менеджеров компании (опыт разработки и реализации управленческих, маркетинговых технологий и т. д.); обладание информационными технологиями; внедрение новой организационной культуры и др. Для определения стоимости гудвилла целесообразно применение метода избыточных активов компании, основанного на расчете общей величины активов, необходимых для инвестирования в бизнес при условии их среднеотраслевой оборачиваемости.

Источники

- Беляева И. Ю., Эскиндаров М. А.* Капитал финансово-промышленных корпоративных структур: теория и практика. М., 1998.
- Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М., 2007.
- Гохан П. А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. 2-е изд. М., 2006.
- Иноземцев В. Л.* За пределами экономического общества. М., 1998.
- Осипов Ю. М.* Опыт философии хозяйства: хозяйство как феномен культуры и самоорганизующаяся система. М., 1990.
- Платонов В. В.* Финансовые аспекты оценки интеллектуального капитала // *Финансы и бизнес.* 2006. № 1. С. 98—110.
- Соколова Н. А.* Загадки гудвилла // *Финансы и бизнес.* 2005. № 3. С. 68—78.