

Анализ и оценка финансовых результатов

УДК 65.012; 334.758

JEL: B21, G34

ЗИМИН Владислав Владимирович,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский проспект, д. 49, Москва, 125993, Россия.

<https://orcid.org/0000-0001-8582-3863>

Зимин Владислав Владимирович, магистр экономики, аспирант Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. E-mail: vladislav14@rambler.ru

Научный руководитель: Бакулина Анна Александровна, доктор экономических наук, профессор кафедры «Государственное и муниципальное управление», заместитель проректора по научной работе ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва. E-mail: abakulina@fa.ru
<https://orcid.org/0000-0001-8016-3093>

МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ДОСТИЖЕНИЯ ПОЛОЖИТЕЛЬНОГО ЭФФЕКТА СИНЕРГИИ ПРИ СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Аннотация:

Предмет/тема. Исследование посвящено анализу методического инструментария достижения положительного синергетического эффекта в сделках по слиянию и поглощению.

Цели/задачи. Формирование и анализ методического инструментария сделок по слиянию и поглощению. Для достижения поставленной цели были изучены процедурные аспекты и условия сделок, факторы, потенциально и реально влияющие на результат, информационное обеспечение сделки.

Методология. На основе анализа зарубежной и отечественной были определены процедурные аспекты и факторы успеха сделки по слиянию и поглощению. В исследовании использовались теоретический и практический анализ, системный анализ, методы классификации.

Вывод. Достижение положительного синергетического эффекта зависит от правильно разработанного методического инструментария: условий и процедурных аспектов достижения синергетического эффекта, выбора ключевых показателей анализа деятельности корпорации и различных факторов успеха сделки, информационного обеспечения. Учитывая, анализируя и оценивая данные элементы, можно обеспечить необходимый результат при реализации сделок. Информационная база на прединтеграционном этапе сделки обширна и зависит от поставленной цели.

Ключевые слова: синергия, синергетический эффект, слияния и поглощения, стратегия, информационное обеспечение.

Analysis and evaluation of financial results

Vladislav V. Zimin, Postgraduate student of the Financial University under the Government of the Russian Federation, E– mail: vladislav14@rambler.ru

Supervisor: Anna A. Bakulina, Doctor of economic Sciences, Professor of the Department of State and municipal management, Vice– rector for scientific work of the department at Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow.

E– mail: abakulina@fa.ru

<https://orcid.org/0000-0001-8016-3093>

METHODOLOGICAL TOOLS FOR ACHIEVING A POSITIVE SYNERGY EFFECT IN MERGERS AND ACQUISITIONS

Abstract

Subject / Topic The study is devoted to the analysis of methodological tools for achieving a positive synergistic effect in mergers and acquisitions.

Goals / Objectives Formation and analysis of methodological tools for mergers and acquisitions. To achieve this goal, the procedural aspects and conditions of transactions, factors potentially and realistically affecting the result, information support of the transaction were studied.

Methodology On the basis of the analysis of foreign and domestic practice, procedural aspects and success factors of the merger and acquisition transaction were determined. In the course of the study were used: theoretical and practical analysis, system analysis, classification methods.

Conclusions and Relevance The achievement of a positive synergistic effect depends on the properly developed methodological tools: the conditions and procedural aspects of achieving a synergistic effect, the choice of key indicators of the analysis of the corporation's activities and various factors of the transaction success, information support. Considering, analyzing and evaluating these elements, it is possible to provide the necessary result in the implementation of transactions. The information base at the pre– integration stage of the transaction is extensive and depends on the goal.

Keywords: *synergy, synergistic effect, mergers and acquisitions, methods of evaluation, strategy, information support*

В последние десятилетия исследования слияний и поглощений в области управленческой науки и корпоративных финансов быстро развивались.

Ключом к эффективности слияний и поглощений является сравнение между суммой премии за приобретение, которая согласовывается между сторонами, и стоимостью синергии, которую генерирует объединение бизнеса [7]. Выбор между приобретением компании или слиянием с другой компанией должен быть обусловлен хорошо разработанной корпоративной стратегией [6]. И наоборот, отсутствие понимания природы и источников синергии и их соответствующей оценки приводит к превышению цены резервирования и ведет к «ловушке синергии», т. е. к нисходящей спирали, которая влечет за собой постепенное разрушение богатства. Более подробно механизмы, лежащие в основе «ловушки синергии», включают:

- ненадлежащую передачу ресурсов от акционеров приобретающей компании акционерам целевой компании;
- рост риск– ориентированного поведения и риска обналичивания со стороны руководства и давление на восстановление после завершения сделки после неудовлетворительных результатов;
- негативные последствия и издержки, связанные с истощением финансовых ресурсов, которые имеют жизненно большое значение для поддержки первоначальных интеграционных процессов и оперативных стратегических комбинаций бизнеса.

Принимая во внимание ключевую роль премии за приобретение в эффективности слияний и поглощений [5] и постоянную потребность в получении результатов, которые могут быть полезны для управления процессами слияний и поглощений, цель данной статьи – выявить основные методические инструменты, которые играют важную роль в достижении положительного синергетического эффекта в сделках при слияниях и поглощениях. Под методическим инструментарием подразумеваются условия и процедурные аспекты достижения синергетического эффекта – операционные, функциональные, организационные, стратегические, выбор ключевых показателей анализа деятельности компании, в том числе и необходимость проведения этого анализа, и различных факторов успеха сделки, информационное обеспечение.

Используя модель цепочки создания стоимости Портера [1] в качестве концептуальной основы для исследования процессов интеграции между компаниями, можно проанализировать операционные и стратегические аспекты сделок слияния и поглощения (см. Рисунок 1).

ВСПОМОГАТЕЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	ИНФРАСТРУКТУРА КОМПАНИИ					ПРИБЫЛЬ
	УПРАВЛЕНИЕ ПЕРСОНАЛОМ					
	ТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ					
	МАТЕРИАЛЬНО-ТЕХНИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ					
	внутренняя логистика	производственный процесс	внешняя логистика	маркетинг и продажи	обслуживание	

Рисунок 1 – Цепочка создания стоимости Портера

Источник: [1]

Такой анализ имеет двойное значение: с одной стороны, подчеркиваются приоритеты интеграции, которые должны соответствовать «значению и типу синергизма» [3], который способствовал заключению сделки, то есть анализируются возможности получения прибыли, с другой, – обсуждается природа каждого источника синергии для ее последующей поддержки на необходимом «уровне».

Первый класс синергизма, генерируемый в функциях закупок и логистики, касается снижения операционных издержек, возникающих в результате интеграции производства ресурсов – выбор приобретения зависит не только от стоимости сделки, но и от затрат на маркетинговые исследования, выбор поставщиков, переговоры по заказам, контроль и прочие транзакционные и скрытые издержки. Зачастую объединение бизнеса уменьшает количество покупателей, увеличивает объем покупок и, следовательно, создает основу для сокращения закупочных расходов. Однако это не стоит рассматривать как должное в каждой сделке по слиянию и поглощению. Необходимо оценивать вероятность получения выгодных условий.

Синергия, возникающая в производственной функции, может способствовать повышению эффективности – рационализации производственного процесса, достижению оптимальной производственной мощности и экономии за счет эффекта масштаба.

Синергетический эффект в маркетинговой функции предполагает реализацию стратегии доминирования на рынке и создания новых конкурентных условий. На самом деле, слияния и поглощения – это эффективный инструмент для быстрого расширения доли рынка в отрасли. Часто сделки слияний и поглощений задумываются как инструмент защиты достигнутого конкурентного положения. Наконец, синергизм, связанный с маркетинговой функцией, может возникнуть в результате рационализации рабочей силы. Подразделения нового объединения компаний, которые дублируют друг друга в одной области, приводят к сокращению издержек за счет ликвидации дублирующих объектов и сокращения персонала.

Синергизм, создаваемый в рамках организационной функции интеграции корпораций, должен обеспечивать желаемый уровень как самостоятельности, так и координации деятельности различных подразделений. Организационная синергия сводится к экономии средств и рационализации корпоративных структур. Однако в начальный период необходимо учитывать чистые инвестиции, необходимые для подготовки организационных условий для согласования технических аспектов. Стоит отметить, что совместное использование технической, административной и вспомогательной деятельности часто подразумевает сокращение части сотрудников. Реструктуризация трудовых ресурсов также предполагает участие среднего и высшего руководства. Зачастую значительная их часть исключается из новых структур корпоративного управления. Политика увольнения работника порождает неопределенность и стресс. В этих условиях сотрудники склонны снижать свой уровень активности и продуктивности.

Синергетический эффект в функции НИОКР связан как с достижением размера, который имеет решающее значение для присоединения к сети компаний как сложных динамических систем знаний и возможностей, так и

с восполнением технологических пробелов – достигается за счет обучения и разработки новых технологий. Слияния и поглощения могут формировать новые возможности путем интеграции существующих и новых ресурсов, которые ранее не были связаны между собой.

Поскольку объединение компаний может улучшить профиль рисков при объединении предприятий, финансовая функция является источником синергии в сделках слияний и поглощений. В контексте слияний и поглощений переменными, которые снижают уровень риска, являются больший размер создаваемой корпорации и, возможно, более высокая степень диверсификации. И наоборот, риск возрастает всякий раз, когда увеличиваются показатели операционной деятельности и финансового левериджа.

Исходя из выше сказанного, можно обосновать дальнейшую стратегию развития объединенной компании. Если стратегия неясна, то у компании нет оснований заключать сделки по слияниям и поглощениям. Кроме того, данный анализ закладывает основы для последующей разработки методологии оценки различных классов синергетических эффектов.

Помимо «заложенной» стратегии, на успешность достижения положительного синергетического эффекта влияют различные факторы. Образованные компании вследствие сделки по слиянию и поглощению отстают по показателям развития от аналогичных представителей в рамках действующего рынка и вынуждены вновь разделяться в силу влияния различных факторов: отсутствие управленческого опыта, слабая продуманность структуры сделки, переоценка синергизма.

Процесс создания стоимости объединенной компании начинается именно с идентификации, классификации и систематизации факторов, влияющих на величину синергетического эффекта.

Перед сделкой по слиянию и поглощению проводимая оценка инвестиционной привлекательности компании в качестве элемента анализа эффективности сделки основывается, в первую очередь, на финансовых показателях: финансовой устойчивости; платежеспособности; ликвидности; рентабельности; деловой активности; доходности акций. На основе этих показателей проводится оценка финансовой стратегии предполагаемой организации для покупки/поглощения. Значительную роль играют показатели оптимальной структуры капитала, основным из которых является средневзвешенная стоимость капитала (WACC), для определения текущей стоимости компании, а также чистый денежный поток, генерируемый предприятием (Net Cash Flow, NCF), для расчета рыночной стоимости компании.

Другой подход предполагает анализировать следующие группы показателей при оценке компании для совершения сделки по слиянию или поглощению: первая группа – показатели темпа роста (дохода, продаж и т.д.), вторая – отдача на вложенный капитал. Анализ этих показателей

поможет выбрать путь развития – за счет реинвестирования собственной прибыли или с помощью покупки другой компании, другими словами, сделки по слиянию или поглощению.

Рассматривая зарубежный опыт, можно выделить следующие группы факторов, влияющих на эффективность: финансы и рынок капитала, стратегическое управление и организационное поведение (см. Таблица 1).

Таблица 1. Факторы успешности сделок по слиянию и поглощению

Группа	Фактор	Описание
Финансы и рынок капитала	Переплата и премия	Во многих случаях прибыль получают только акционеры приобретенной компании. Это связано с тем, что приобретающая компания платит премию, которая превышает фактическую стоимость целевой компании. Как правило, премия настолько высока, что "ошибка оценки" никогда не компенсируется потенциальными синергетическими эффектами
	Способ оплаты	Менеджеры приобретающей фирмы платят за приобретения собственным капиталом, если акции их фирмы переоценены, и наоборот, если акции недооценены, в качестве оплаты используются наличные деньги. Таким образом, общее понимание заключается в том, что использование денежных средств может свидетельствовать о том, что менеджеры ожидают более высокой эффективности после приобретения
Стратегическое управление	Размер	Несоответствие между покупателем и целевой компанией может привести к низкой эффективности приобретения. Например, приобретая относительно небольшую компанию, приобретающая компания не в состоянии обеспечить необходимое время и необходимое внимание
	Диверсификация и взаимосвязь	Приобретения в смежных отраслях опережают приобретения в несвязанных отраслях
	Стратегическое соответствие	Стратегическое соответствие может быть определено как: «степень, в которой целевая фирма увеличивает или дополняет стратегию материнской компании и, таким образом, вносит определенный вклад в финансовые и нефинансовые цели материнской компании»
	Оценка должной осмотрительности	Процесс должной осмотрительности должен способствовать целевому отбору и поиску фирм, которые могут добавить долгосрочное конкурентное преимущество приобретателю
	Предварительное планирование	Всестороннее планирование стратегии слияний и поглощений может помочь избежать плохого соответствия между участниками слияния и, таким образом, максимизировать потенциал успеха
	Интеграция и темпы после слияния	Этап интеграции важен в связи с тем, что ожидание более длительных периодов вносит неопределенность в организацию, которая

Группа	Фактор	Описание
		может дестабилизировать нормальную жизнь компании и повысить уровень стресса сотрудников
	Коммуникации	Коммуникация во время слияний и поглощений по сравнению с обычной рабочей средой является более сложной и важной, поскольку повышает организационную эффективность
	Предыдущий опыт	Предыдущий опыт будет направлять покупателей в ходе их последующей деятельности по слияниям и поглощениям и поможет избежать ошибок, с которыми они уже сталкивались ранее
	Четкие цели и задачи	Важно установить четкие исходные условия и внутренние целевые показатели при управлении ожиданиями рынка
	Компетентность и приверженность	Важно привлекать менеджеров из различных дисциплин и организационных функций, таких как исследования и разработка, маркетинг, производство и т.д., в процессе принятия решений по слияниям и поглощениям. Это позволит руководителям эффективно оценивать синергетический потенциал с точки зрения их соответствующих функций и правильно оценивать затраты и препятствия
Организационные поведенческие факторы	Культура	Успешные слияния и поглощения являются результатом формирования новой высшей культуры. Кроме того, приобретения, которые имеют существенно различные корпоративные культуры, являются плохими кандидатами на слияния и поглощения
	Организационный подход	Отсутствие организационного соответствия оказывает негативное влияние на производительность
	Человеческий фактор	Слияния и поглощения трансформируют структуру организации, процессы, системы и культуру. Вовлеченные стороны подвергаются воздействию в разной степени. Эти воздействия влияют на организацию в части снижения производительности, роста неудовлетворенности и снижения приверженности работников
	Текучесть кадров	Высокий процент ключевых менеджеров покидает компанию после первого года слияния и поглощения. Это приводит компанию к неожиданным препятствиям и обычно снижает вероятность финансового успеха сделки

Источник: составлено авторами на основе [2],[4],[8],[9].

Сочетание знаний из этих областей будет способствовать общему успеху сделки по слиянию и поглощению.

В целом финансово-экономический аспект сделок по слиянию и поглощению основывается на анализе всей информации о сделке:

1. Отрасль проведения сделки – выбор сферы, прогноз вероятных воздействий со стороны внешних и внутренних факторов, анализ макроэкономических показателей.

2. Компания– приобретатель – анализ финансово– экономического состояния (финансовые, операционные показатели), SWOT– анализ для определения сильных сторон и возможностей, с помощью которых может быть создана стоимость при положительной синергии.

3. Компания– цель – анализ финансово– экономического состояния (финансовые, операционные показатели), структуры собственности.

4. Возможность получения синергетического эффекта. Этот пункт имеет большое значение, так как зачастую компании переоценивают возможности, в результате чего не достигают поставленных целей, а иногда даже и вынуждены «разъединиться» снова.

5. Оценка стоимости приобретаемой или поглощаемой компании с применением различных методов – оценка внутренних показателей (дисконтирование денежных потоков) и внешних показателей (рыночные оценки, оценки аналогичных сделок и др.).

6. Оценка рисков.

Для проведения описанных выше шагов по оценке сделки, с экономической точки зрения, необходима достаточная информационная база. Система информационной базы является сложной, так как должна учитывать аналитическое обоснование (комплекс финансовых, операционных и инвестиционных решений), а также управленческое, то есть стратегическое обоснование (комплекс макроэкономических и внутриотраслевых показателей). Помимо этого, информационное обеспечение будет исходить из:

- Характера сделки по слиянию и поглощению (дружественный или враждебный);
- Направления интеграции (вертикальная, горизонтальная и т.д.);
- Сферы деятельности;
- Размера компаний, участвующих в сделке;
- Типа собственности.

Говоря о достижении положительной синергии, информационное обеспечение должно осуществляться еще на прединтеграционном этапе сделки в целях обеспечения эффективного слияния или поглощения. Сбор информации осуществляется как из открытых источников – специализированных прессы, отчеты, брошюры и проекты, информация с бизнес–выставок и конференций и т.д., так и с помощью взаимодействия с предполагаемой к слиянию или поглощению компанией. Таким образом, информацию по обеспечению сделок по слиянию и поглощению укрупненно можно представить в виде следующих зон:

- Открытая – информация не представляет коммерческую тайну и доступна всем заинтересованным лицам;

- «Слепая» – информация доступна внешним пользователям, но не доступна компании–цели;

- Скрытая – внутренняя информация;

- Неопределенная – внешняя информация.

Для определения стоимости компании и анализа финансово–экономического состояния используются автоматизированные информационные системы: Bloomberg, Factiva, СПАРК–ИНТЕРФАКС. Наиболее используемой является именно система «СПАРК–ИНТЕРФАКС», поскольку позволяет оперативно получить информацию как о финансово–экономическом состоянии компании, так и о регистрационных данных, судебных делах, конкурентах и т.д. Несмотря на положительные аспекты, в системе существуют и недостатки (например, наличие нескольких одинаковых отчетов о финансовом состоянии с различающимися показателями), но в сравнении с остальными системами использование «СПАРК–ИНТЕРФАКС» предпочтительнее. Так, система Bloomberg является дорогостоящей, ограниченной в части российских компаний, основанной на англоязычном объеме данных, «Factiva» обладает огромным массивом новостной информации, не содержащей информации о финансово–экономическом положении.

В целом информационное обеспечение зависит от задачи проводимого анализа на прединтеграционном этапе. В частности,

- при оценке целесообразности сделки анализируются макроэкономическая конъюнктура (сайт Министерства экономического развития Российской Федерации, Министерства финансов), динамика фондового рынка (Московская Биржа), динамика конкуренции, отраслевые риски (обзоры KPMG, Ernst&Young, PriceWaterHouseCoopers, «Эксперт»), структура расходов (приложение к бухгалтерскому балансу, данные счетов);

- при анализе цели – стоимость компании (отчеты оценщиков);

- при рассмотрении деловой репутации – общая информация о компании (учредительные документы, годовой отчет, информация рейтинговых агентств), кредитный рейтинг (СМИ, информация рейтинговых агентств), судебные конфликты (отчеты юридической службы, практика Арбитражных судов, СМИ);

- при оценке рисков – финансовые и отраслевые риски (бизнес – план), средняя цена собственного и заемного капитала (данные бухгалтерии, экспертных групп), характеристика портфеля ценных бумаг (отчеты финансового брокера);

- и др. группы.

Таким образом, достижение положительного синергетического эффекта зависит от правильно разработанного методического инструментария, под которым понимаются условия и процедурные аспекты достижения синергетического эффекта, выбор ключевых показателей анализа

деятельности корпорации и различных факторов успеха сделки, информационное обеспечение. Процедурные аспекты изучены с помощью модели Портера, исходя из которой, были выделены несколько классов синергизма. Используя выделенные процедурные аспекты и условия, можно обосновать стратегию компании и сделать вывод о необходимости реализации сделки по слиянию и поглощению. Помимо стратегии, важно учитывать и оценивать факторы, которые могут оказать влияние на значение синергетического эффекта и достижение поставленной цели. Информационной базой для анализа, как стратегии, так и факторов служат в основном открытые источники и закрытые источники, предоставляемые самой компанией–целью.

Список источников:

1. Портер (2016) – Портер М. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость // М. Портер. – Альпина Диджитал, 2016. – С. 1020.
2. Тютык (2019) – Тютык О.В. Корпоративный менеджмент. Рынок корпоративного контроля: слияния и поглощения компаний: учеб. пособие // О.В. Тютык. – Пермский государственный национальный исследовательский университет, 2019. – С. 121.
3. Ficery, Herd, Pursche (2007) – Ficery K, Herd T, Pursche B. Where has all the synergy gone? The M&A puzzle. *Journal of Business Strategy*, 2007, 28(5): p. 29– 35.
4. Grant A. (2014) Give and take: Why helping others drives our success. Penguin. 320 p.
5. Krishnan, Hitt, Park (2007) – Krishnan HA, Hitt MA, Park D. Acquisition premiums, subsequent workforce reductions, and post– acquisition performance. *Journal of Management Studies*, 2007, 44(5), p. 709– 732.
6. Payne (1987) – Payne AF. Approaching Acquisitions Strategically. *Journal of General management*, 1987, 13(2), p. 5– 27.
7. Sirower M. (1997) The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game. New York: The Free Press. 288 p.
8. Weber Y., Tarba S.Y. and Öberg C. (2013) – A comprehensive guide to mergers & acquisitions: Managing the critical success factors across every stage of the M&A process. FT Press. 221 p.
9. Zadrazil (2017) – Zadrazil N. The Crucial Role of Time in M&A Activities: An Inductive Exploration. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 2017, 13(8), p. 350– 370.

References

- Porter M. Competitive advantage: how to achieve high results and ensure their sustainability [Konkurentnoe preimushhestvo: Kak dostich' vysokogo rezul'tata i obespechit' ego ustojchivost'] // M. Porter. – Al'pina Didzhital, 2016. – p. 1020. [in Russian]
- Tjutyk O.V. Corporate management. The market for corporate control: mergers and acquisitions: textbook. Manual [Korporativnyj menedzhment. Rynok korporativnogo kontrolja: slijaniya i pogloshheniya kompanij: ucheb. Posobie] // O.V. Tjutyk. – / O. V. Tytyk. – Perm state national research University, 2019. – p. 121. [in Russian]

Ficery K, Herd T, Pursche B. Where has all the synergy gone? The M&A puzzle [Where has all the synergy gone? The M&A puzzle]. *Journal of Business Strategy* [Journal of Business Strategy], 2007, 28(5): p. 29– 35.

Grant A. (2014) Give and take: Why helping others drives our success [Give and take: Why helping others drives our success]. Penguin [Penguin]. 320 p.

Krishnan HA, Hitt MA, Park D. Acquisition premiums, subsequent workforce reductions, and post- acquisition performance. [Acquisition premiums, subsequent workforce reductions, and post- acquisition performance]. *Journal of Management Studies* [Journal of Management Studies], 2007, 44(5), p. 709– 732.

Payne AF. Approaching Acquisitions Strategically [Approaching Acquisitions Strategically]. *Journal of General management* [Journal of General management], 1987, 13(2), p. 5– 27.

Sirower M. (1997) The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game [The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game]. New York: The Free Press [New York: The Free Press]. 288 p.

Weber Y., Tarba S.Y. and Öberg C. (2013). A comprehensive guide to mergers & acquisitions: Managing the critical success factors across every stage of the M&A process [A comprehensive guide to mergers & acquisitions: Managing the critical success factors across every stage of the M&A process]. FT Press [FT Press]. 221 p.

Zadrzil N. The Crucial Role of Time in M&A Activities: An Inductive Exploration [The Crucial Role of Time in M&A Activities: An Inductive Exploration]. *Journal of Modern Accounting and Auditing* [Journal of Modern Accounting and Auditing], 2017, 13(8), p. 350– 370.

Статья поступила 29.11.2019; принята к публикации 20.12.2019. Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи. The article was received on 29.11.2019; accepted for publication on 20.12.2019. The authors have read and approved the final version of the manuscript.

