

М.Д. Хритошина

Санкт-Петербургский государственный университет, marihri@gmail.com

Современная структура управления экономикой носит достаточно сложный характер, существует несколько уровней управления и координации. Нижний уровень представлен огромной совокупностью отдельных хозяйствующих субъектов, верхний – государством, формирующим общие условия экономической деятельности в стране. Всё пространство между верхним и нижним уровнями заполнено хозяйственными структурами, которые образуют средний уровень экономики. Средний уровень экономики — это объединения предприятий, внутри которых осуществляется эффективное управление и координация деятельности входящих в них предприятий. Эти объединения многообразны по масштабу, отраслевой структуре, характеру внутренних взаимосвязей и т. д.. Согласно теории известного американского экономиста Р. Коуза, средний уровень управления и координации в экономике существует потому, что он с существенно меньшими затратами, чем рынок, позволяет обеспечивать координацию деятельности многих предприятий.

Корпорации и объединения предприятий, представляющие средний уровень управления экономикой, являются основной движущей силой в экономике большинства стран мира. Теория и практика современного корпоративного менеджмента выдвигают достаточно много проблем интеграции предприятий. Анализируя мировой опыт и систематизируя его, можно заметить, что эффективность слияний и поглощений зависит от множества факторов, которые необходимо учитывать и контролировать в ходе интеграции.

Практика недвусмысленно свидетельствует: самое тщательное планирование слияний и поглощений не позволяет предсказать и предотвратить всех проблем, возникающих в процессе интеграции. В связи с этим проблема оценки эффективности слияний и поглощений имеет высокую степень актуальности в настоящее время.

Согласно исследованию, проведённому Устименко В.А. можно отметить, что количество сделок по слияниям и поглощениям растёт год от года, но они зачастую не дают желаемого эффекта, не создают добавочной стоимости для собственников поглощаемой фирмы, хотя требуют длительного и недешёвого процесса юридических и финансовых переговоров. [5, С.51]

Исследования, регулярно проводимые ведущими консалтинговыми компаниями, такими, как McKinsey, PricewaterhouseCoopers, KPMG, показывают, что одной из ключевых проблем, связанных с итоговой эффективностью слияний и поглощений является правильная оценка компании — цели сделки по слиянию покупателем.

Целесообразно начать анализ данной проблемы с рассмотрения возможности применения основных принципов анализа экономической эффективности к процессам финансирования слияний и поглощений. Важнейшие принципы анализа экономической эффективности предусматривают соотнесение затрат и выгод, получаемых в связи с реализацией определенных действий. В слияниях и поглощениях затраты осуществляются в ограниченные тем или иным образом промежутки времени, а выгоды имеют вид участия в прибыли приобретенной компании, периодически получаемой на протяжении неограниченного периода времени на основании принципа продолжаю-

щейся деятельности (going concern). Очевиден различный характер затрат и результатов слияния, поскольку первые имеют весьма определенный объём, а вторые - носят ожидаемый характер. [2]

Существует два принципиально различающихся между собой методологических подхода к оценке эффективности слияний и поглощений: перспективная и ретроспективная оценка слияний и поглощений.

Сущность перспективной оценки заключается в соотношении сумм затрат с некой оценкой приобретаемой компании, включающей в себя приведенную сумму ожидаемых денежных потоков, генерируемых приобретенной компанией. Данный вид оценки¹ активно используется при принятии решений об осуществлении слияния и поглощения, но включает в себе существенный фактор неопределённости будущих результатов, что не позволяет ему считаться объективным критерием эффективности слияний и поглощений. Строго говоря, абсолютно точно измерить эффективность слияний и поглощений в соответствии с классическим принципом соотношения результатов и затрат невозможно из-за наличия неопределённости при прогнозировании будущих денежных потоков. Ретроспективный анализ позволяет судить об эффективности слияний и поглощений на основании рассмотрения динамики тех или иных характеристик деятельности компаний за определённый промежуток времени после осуществления слияния².

С методологической точки зрения перспективная оценка является более правильной, но менее точной, в то время как ретроспективная оценка опирается на чёткие фактические данные, но не является полностью корректной, поскольку не рассматривает соотношение результатов и затрат. Теоретически компромисс между двумя видами оценки возможен при постепенной сверке и замене прогнозных данных в первом виде фактическими результатами деятельности компаний после слияния. Однако следует учитывать различную направленность данных двух видов оценки на практике: перспективная оценка используется для принятия решения о слиянии и хороша именно для этих целей, а ретроспективная оценка пригодна для определения того, насколько удачно функционирует созданная в результате слияния структура. Создание экономической модели, комбинирующей два вида оценки (ретроспективной и перспективной) является интересной и актуальной задачей.

Для комплексной оценки сделок слияний и поглощений необходимо проанализировать понятие эффективности слияний и поглощений с позиций, как минимум, трёх сторон (с позиций последствий для поглощаемой, поглощающей компании и экономики в целом). Представляется целесообразным применять теорию игр, в частности, теорию бескоалиционных игр – способ моделирования и анализа ситуаций, в которых оптимальные решения каждого участника зависят от представлений (ожиданий) об игре его оппонентов. [3, С. 30] С помощью теории игр предприятие получает возможность предусмотреть ходы своих партнеров и конкурентов. Использование сложного инструментария оправдывает себя в данном случае, так как решение о процессах слияний и поглощений является принципиальным и стратегически важным.

Предложенная в результате такого исследования модель анализа эффективности слияний и поглощений может стать руководством “к действию” для руководства предприятия, осуществляющего слияние или поглощение. Модель не только затрагивает важнейшие финансовые показатели предприятий при проведении слияния, но и позволяет учесть различные стратегии разных сторон сделок, особенности отечественного рынка корпоративного контроля и механизмы проведения сделок по интеграции предприятий в России.

В заключение отметим, что, во-первых, практически в любом случае существует потенциальная возможность получения выигрыша от интеграции. Во-вторых, отсутствуют универсальные модели оценки эффективности слияний и поглощений. Каждый процесс слияния и поглощения должен рассматриваться как некая "уникальная" модель, эндогенной переменной которой является выигрыш от интеграции (возникновение в результате интеграции новой стоимости). Выигрыш от интеграции - величина неопределённая, поскольку она является результатом процесса, на который оказывает влияние уникальная совокупность факторов. Признание уникальности каждого слияния

¹Включает в себя 3 подхода к оценке: затратный подход (метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости), сравнительный подход (метод коэффициентов, метод компаний-аналогов, метод ретроспективных сделок), и доходный подход (метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод капитализации дивидендов).

²Включает в себя бухгалтерский подход, основанный на сопоставлении результатов деятельности компаний до и после интеграционных процессов на основе данных бухгалтерской отчётности, и подход, основанный на анализе изменения доходности акций компании в результате её участия в процессах слияний и поглощений по сравнению со средней доходностью ценных бумаг данной компании.

и поглощения влечёт признание неприменимости методов статистического анализа (стандартизации) для оценки эффективности слияний, так как процедура усреднения результатов слияний и поглощений скрывает тот факт, что многие слияния являются эффективными (характеризуются наличием синергетического эффекта¹). О необходимости индивидуального подхода к каждому слиянию и поглощению свидетельствует также зависимость результатов исследований слияний и поглощений компаний от выбранного временного горизонта и состава выборки. Поэтому, по нашему мнению, разработка методологии оценки эффективности интеграционной сделки может быть сведена к определению ключевых мотивов-факторов для каждой из сторон сделки, их количественной оценке и определению оптимальных стратегий с помощью теоретико-игрового аппарата математического анализа.

Литература:

1. Вентцель Е.С. Исследование операций. – Москва: КноРус, 2010. – 192 стр.
2. Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. – Москва: Финансы и статистика, 2008. – 736 стр.
3. Ендовицкий Д.А. Анализ тенденций развития процессов слияний и поглощений компаний в Российской Федерации // Экономический анализ: теория и практика.- 2007.-№13.- С. 2-10.
4. Пирогов А. Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний // Аналитическая лаборатория “Веди”.
5. Устименко В. А. Особенности оценки стоимости российских предприятий в процессах слияний и поглощений на примере строительной отрасли // Финансы и кредит.-2007.- №7.- С.51-57.