**Правительство Российской Федерации**

**Федеральное государственное автономное образовательное**

**учреждение высшего профессионального образования**

**«Национальный исследовательский университет**

**"Высшая школа экономики"»**

**Санкт-Петербургский филиал федерального государственного**

**автономного образовательного учреждения высшего профессионального образования**

**«Национальный исследовательский университет**

**"Высшая школа экономики"»**

**Факультет экономики**

**Кафедра** **финансовых рынков и финансового менеджмента**

**БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА**

На тему: «Анализ и оценка синергетических эффектов при сделках слияния и поглощения»

Направление 080100.62 "Экономика"

Студент группы № 142 Чуркина Ю.Д.

Научный руководитель

д.э.н., профессор Рогова Е.М.

Санкт-Петербург

2014

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ3

Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ 7

1.1. Сущность сделок слияния и поглощения7

1.2. Причины осуществления сделок M&A 11

1.3. Обзор российского рынка слияний и поглощений15

Глава 2. СИНЕРГЕТИЧЕСКИЕ ЭФФЕКТЫ В СДЕЛКАХ M&A 19

2.1. Классификация синергетических эффектов, возникающих при слиянии компаний19

2.2. Методы оценки синергетических эффектов24

Глава 3. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА СИНЕРГЕТИЧЕСКИХ ЭФФЕКТОВ В СДЕЛКЕ СЛИЯНИЯ КОМПАНИИ UNILEVER И КОНЦЕРНА «КАЛИНА»33

3.1. Характеристики анализируемых компаний33

3.2. Оценка синергетических эффектов, выявленных при анализе слияния37

3.3. Сравнение результатов оценки синергетических эффектов разными способами52

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 55

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 58

ПРИЛОЖЕНИЕ А. 63

ПРИЛОЖЕНИЕ Б. 64

ПРИЛОЖЕНИЕ В. 65

**ВВЕДЕНИЕ**

Исследователи давно отметили, что для достижения основной цели компании – получения прибыли, - недостаточно ведения стабильной деятельности. Одним из основных факторов успеха является рост и поддержание конкурентоспособности даже в условиях неустойчивой макроэкономической ситуации. В связи с этим выбор стратегии развития становится с каждым годом все более необходимым шагом для всех компаний.

Каждая компания выбирает свою стратегию роста в зависимости от многих факторов: размер компании, рынок, на котором совершается деятельность, цели компании. Одни выбирают органический рост, а другие рост через слияние с другой компанией. В последние несколько лет стратегия слияний и поглощений становится наиболее популярным способом достичь роста, однако в итоге не всегда оказывается достаточно эффективной и зачастую не оправдывает ожиданий руководящего состава, поэтому предварительный анализ сделки имеет основополагающее значение в оценке эффективности слияния.

Данное исследование посвящено анализу и оценке синергетических эффектов при сделках слияния и поглощения. Выбранная тема является актуальной, так как рынок слияний и поглощений является растущим рынком, а оценка сделок слияния и поглощения является одним из наиболее востребованных видов услуг в сфере консалтинга. По итогам 2012 года, российский рынок слияний и поглощений вырос в 2,6 раза [[1]](#footnote-1), а в 2013 году показал стабильность по отношению к прошлому году по числу сделок и рост на 17% по стоимостному выражению (без учета крупных сделок свыше 10 млрд. долл.)[[2]](#footnote-2). Каждый третий российский респондент в ежегодном опросе компании PwC в 2012 году в качестве меры реструктуризации бизнеса выбрал проведение сделки слияния или поглощения – на внутреннем или зарубежном рынке[[3]](#footnote-3), что является доказательством перспективности и востребованности данной отрасли.

Сделки слияния не теряют популярность даже в кризисные периоды экономики, хотя их количество в целом снижается и характер смещается в сторону поглощений крупными компаниями более мелких фирм, тем самым зачастую не только усиливая свои конкурентные преимущества компании-покупателя, но и спасая мелкие фирмы от банкротства.

Одной из основных мотиваций для совершения слияний и поглощения является синергия, которая возникает при объединении двух компаний, поэтому тема оценки синергии является одной из наиболее важных при изучении данных сделок.

Ключевая проблема заключается в том, что значительное число сделок слияния и поглощения оказываются экономически неэффективными[[4]](#footnote-4), так как синергия не всегда дает положительный результат, также существует и отрицательная синергия, поэтому оценка синергии является очень важным этапом при анализе эффективности слияния компаний.

Целью данной работы является выявление наиболее корректного способа оценки синергетических эффектов путем проведения практической оценки синергии при слиянии компании Unilever и концерна «Калина».

Для достижения поставленной цели были выполнены следующие задачи:

1. Сформировано представление о месте синергетических эффектов в мотивах проведения сделок слияния и поглощения.
2. Выявлена сущность закона синергии, причины его проявления и возможные последствия для компаний.
3. Проанализированы основные типы синергетических эффектов и собрать информацию о разнообразных эффектах для наиболее широкого анализа синергететических эффектов при оценке слияния компании Unilever и концерна «Калина».
4. Изучены методы оценки синергетических эффектов, выявить преимущества и недостатки каждого из методов.
5. Проведена оценку синергетических эффектов от слияния компании Unilever и концерна «Калина», путем анализа деятельности компаний, выявления наиболее вероятных синергий и их количественной оценки.
6. Сформированы выводы об удобстве и корректности использования различных способов оценки синергетических эффектов путем сравнения результатов оценки.

Объектом исследования данной работы являются сделки слияний и поглощений. Предметом исследования – синергетические эффекты, возникающие при проведении сделки слияния или поглощения.

В исследовании используются методы теоретического анализа литературы по исследуемой теме и методы изучения, обобщения и анализа опыта существующих результатов практики, а также применяются статистические методы и методы финансового анализа для проверки полученных результатов на практике.

При проведении исследования использовались труды как российских, так и зарубежных авторов. Среди наиболее значимых авторов работ можно отметить таких авторов как Дамодаран А., Коупленд Т., Блейли Р., Иванов А., Ищенко С., Эванс Ф., Ferrer R. Однако стоит отметить, что, несмотря на то, что закон синергизма довольно распространен в мире, методы оценки не полностью изучены, особенно это касается оценки качественных синергетических эффектов.

В первой главе данного исследования рассматриваются основные положения по слиянию компаний: рассмотрена классификация слияний и поглощений, определены наиболее популярные мотивы для слияния, проведен анализ российского рынка слияний и поглощений, изучены тенденции рынка и его перспективы, а также выявлены наиболее привлекательные для российских бизнесменов отрасли и определены характерные особенности и отличительные черты российского рынка от западного.

Во второй главе данного исследования проводится анализ существующих в российской и зарубежной литературе классификаций синергетических эффектов, а также выявляются наиболее часто проявляющиеся синергетические эффекты. Затем были изучены различные методы оценки синергетических эффектов в зависимости от способа их проявления и цели оценки.

В третьей главе представлена практическая часть исследования, в которой проводится количественная оценка синергетических эффектов от слияния компании Unilever и концерна «Калина». В главе представлена краткая характеристика обеих компаний, выявлены основные синергии от слияния и проведена оценка данного слияния двумя методами: методом индивидуальной оценки синергетических эффектов и методом сравнения оценки объединённого бизнеса до и после слияния. Затем произведены сравнение и анализ полученных результатов и сделан вывод об удобстве и корректности использования каждого из методов.

**Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ.**

Сделки слияний и поглощений (M&A) стали неотъемлемой частью современного бизнеса. Ежегодно в мире объединяются около пятнадцати тысяч компаний, однако все сделки имеют разный характер и разные мотивы для их совершения. Некоторые фирмы производят дружественное слияние с целью достижения синергетических эффектов, а иногда одна компания поглощает другую с целью увеличения своей доли на рынке.

Слияния являются актуальными не только в периоды экономического роста. В кризисные периоды сделки M&A продолжают быть популярными, однако снижается количество проводимых сделок, и их характер смещается в сторону недружественных поглощений.

 Чтобы провести оценку синергетических эффектов, возникающих при проведении сделок M&A необходимо понять, какое место среди различных мотиваций слияний занимает эффект синергии и как в целом совершаются эти сделки. Также необходимо проанализировать динамику мирового рынка за последние годы и выявить особенности российского рынка.

**1.1. Сущность сделок слияния и поглощения.**

Термин M&A (англ. mergers (слияние) and acquisition (поглощение)) в западной практике используется как обобщённое название процесса интеграции компаний независимо от его типа. В российской практике термин «сделка слияния и поглощения» также закрепился как устойчивое выражение, однако необходимо понимать, что это два разных процесса.

По типам интеграций компаний разделяют процессы слияния, присоединения и поглощения.

Слияние компаний подразумевает прекращение деятельностей каждой из фирм по отдельности и создание новой единой компании. Процесс присоединения чаще всего сопровождается интеграцией всех бизнес процессов, организационной структуры и корпоративных культур.

Процесс поглощения также можно назвать авторитарной моделью слияния. В этом случае одна компания полностью растворяется в другой (как правило, приобретаемая) и встраивается в существующую организационную структуру. При данном типе слияния топ-менеджмент компании-цели, как правило, полностью заменяется управленческой группой компании-покупателя, а все бизнес-процессы поглощаемой компании интегрируются и сливаются с процессами новой головной компании. Объединенная компания продолжает работать под брендом материнской компании, а бренд поглощаемой компании не используется. На приобретаемую компанию распространяются миссия и ценности приобретающей компании, а также происходит замещение корпоративной культуры.

Процесс присоединения близок к процессу слияния. При проведении данной сделки компании могут выбрать применение автономной или смешанной моделей интеграции. При автономной модели приобретаемая компания занимает положение относительно самостоятельного элемента в структуре поглощающей компании, например, становится отдельным дивизионом. Компании, объединившись, продолжают действовать практически независимо друг от друга. Такой сценарий применяется в том случае, если бизнес объединяемых компаний остается разноплановым. Компания-покупатель ставит общую цель, например, по объемам продаж или прибыли, а операционные бизнес-процессы продолжают контролироваться менеджерами поглощаемой компании. Происходит включение новых брендов в портфель компании-покупателя или же, наоборот, передача ряда брендов поглощаемой компании. Замены персонала немногочисленны, почти все сотрудники остаются на своих местах, нужно лишь определить роль руководителей самого высокого ранга. Возможно сосуществование разных корпоративных культур, иногда даже с разными списками ценностей/принципов. Смешанная модель интеграции представляет собой сочетание элементов двух предыдущих моделей в разных пропорциях. При слиянии возможны различные варианты встраивания приобретаемой компании в организационную структуру компании-покупателя или же создание новой организационной структуры, отличной от структур обеих компаний. Происходит выборочная интеграция бизнес-процессов. Например, объединяются логистика, сбытовая сеть, маркетинг, процедуры закупок сырья и рекламных площадей, а производственные процессы осуществляются в режиме автономного управления. Создается смешанная команда топ-менеджеров, возможен также наем новых сотрудников, привносящих недостающий опыт, или их перевод из покупающей компании в приобретаемую. Управление брендами также включает в себя несколько возможных сценариев: создание нового бренда, включение брендов в портфель компании-покупателя, передача части своего портфеля поглощаемой компании. Система ценностей трансформируется, возможно одновременное принятие миссии приобретающей компании на глобальном уровне и сохранение части принципов действия и корпоративной культуры поглощаемой компании. Возможна выработка новой культуры, основанной на успешных факторах и ценностях уже двух компаний, а не одной.

В зависимости от характера интеграции сделки слияния и поглощения также классифицируются на:

1. Горизонтальное слияние - процесс объединение двух компаний с идентичными производственными рядами. Этот тип слияния позволяет расширить возможности для развития, применить удачный опыт обеих компаний в новом производстве, а также снижает конкуренцию на рынке и увеличивает долю объединенной компании. Большая часть сделок такого типа проводится в нефтегазовой и пищевой отраслях, а также в сфере телекоммуникаций. На рынке слияний и поглощений в России преобладают именно горизонтальные слияния[[5]](#footnote-5).
2. Вертикальное слияние фирм - интеграция компаний, при котором одна из них является поставщиком сырья для другой компании. Такое слияния позволяет быстро снизить издержки на производство и снизить себестоимость продукции, тем самым приводя к стремительному увеличению прибыли. Этот тип слияний распространен в металлургической отрасли.
3. Параллельные слияния - интеграция компаний, производящих выпуск товаров - комплементов.
4. Конгломератные слияния – интеграция фирм, работающих в одной отрасли, однако не имеющих общих производственных или сбытовых отношений, и не являющихся конкурентами. Исследования в конце 90х годов показали, что примерно 80% всех производимых слияний являются конгломератными[[6]](#footnote-6).
5. Реорганизация - интеграция компаний, ведущих свою деятельность в разных отраслях.

Расширенная классификация сделок M&A представлена в приложениях (Приложение А).

Для развития рынка необходимо развитие компаний, функционирующих на данном рынке, в связи с чем каждая компания должна разрабатывать стратегию своего роста. Рост компании может обеспечиваться различными способами. Компания может выбрать путь органического роста, при котором будет наращивать собственные объемы производства или прибегнуть к слиянию, то есть совершить сделку M&A, при этом уменьшив долю конкурентов на рынке. Анализ стремительно развивающихся рынков показывает, что большие стратегические преимущества достигаются компаниями путем интеграции и сотрудничества, нежели, чем конкурентной борьбой между собой, поэтому стратегия роста путем слияний продолжает набирать популярность.

Проведение сделки слияния или поглощения дает возможность достичь аналогичных применению стратегии органического роста результатов, однако, за более короткий срок. Более того, стратегия M&A позволяет компаниям увеличить существующую долю рынка или выйти на новый рынок, а также предоставляет другие преимущества, которые будут рассмотрены далее в обзоре существующих мотивов для слияний.

**1.2. Причины осуществления сделок M&A.**

Со второй половины 90-х ходов мировые тенденции развития компаний сменились с экономии, гибкости и компактности на экспансию и рост. Большая часть всех крупных компаний проводят поиск дополнительных источников расширения своей деятельности, среди которых одним из наиболее популярных является слияние и поглощение более мелких компаний. Зачастую слияние или поглощение выступает для компании продавца единственным способом продолжения ведения деятельности на рынке. Но крупные компании не только поглощают мелкие, Z. Xia и Z. Xiuzhi[[7]](#footnote-7) в своей статье отмечают, что нынешние тенденции таковы, что многие успешные компании объединяют свои усилия для расширения бизнеса и достижения более высоких результатов с помощью повышения эффективности во многих процессах компании.

Анализ литературы и произведенных в различных отраслях сделок показал, что наиболее частым мотивом для слияния является стремление компании к росту. Также среди популярных можно выделить мотивы: диверсификации, личные мотивы менеджеров, желание повысить качество управления компанией, желание монополизировать отрасль, а также мотив к обеспечению компании высокими финансовыми показателями в краткосрочном периоде. Группируя эти мотивы, можно выделить следующие основные цели, преследуемые компаниями, выполняющими слияние:

1. защитные цели;
2. инвестиционные цели;
3. информационные цели;
4. цели повышения конкуренции;
5. цели акционеров.

В мировой экономической литературе существует ряд теорий, описывающих мотивы для слияний и поглощений компаний. Одни из них фокусируются на материальных выгодах, получаемых компаниями, а другие, такие как теория агентских издержек Майкла Дженсена[[8]](#footnote-8) и теория гордыни Ричарда Ролла[[9]](#footnote-9), на возможности урегулировать конфликты интересов руководящего состава. Рассмотрим существующие теории.

**Рис.1 Основные мотивы M&A**

Подробную классификацию мотивов на основе анализа множества подходов разработали Щегельский Д.В., Вострецов А.М. и Саитова Ю.Р. (рис. 1).

Рассмотренные авторами мотивы классифицированы независимо от возможности получения синергетического эффекта в процессе достижения одного из заявленных результатов, в то время как многие ученые считают, что достижение синергии является основополагающим фактором при принятии решения о проведении сделки слияния или поглощения.

Т. Коупленд, Т. Колер и Дж. Муррин[[10]](#footnote-10), рассматривают синергетические эффекты, которые возникают в процессе объединение компаний, в качестве основного критерия отсева, на основании которого отбираются наиболее подходящие варианты компаний для слияния или поглощения. В своей работе они отмечают, что на основе оценки синергии и тех преимуществ, которые проявляются при этом, вычисляется коридор разброса цены покупки и премии за слияние, которого в дальнейшем строго придерживаются при проведении переговоров. Идея влияния значения проявленного синергетического эффекта на величину выплачиваемой премии лежит в основе многих работ, так Давиденко[[11]](#footnote-11), Ferrer[[12]](#footnote-12), Orsag и McClure [[13]](#footnote-13), Zollo и Meier [[14]](#footnote-14) в своих работах рассматривают синергию как основу для определения премии за слияние.

Как известно, в результате осуществления сделки слияния или поглощения образуется интегрированная хозяйственная структура (корпорация, холдинг, конгломерат), под которым Иванов[[15]](#footnote-15) в своем исследовании понимает устойчивое сочетание активов, пассивов и персонала, имеющих единого собственника и единый аппарат управления. Но для большинства исследователей создание просто устойчивого нового бизнеса не является достаточным стимулом для реструктуризации и проведения слияния. Платонов[[16]](#footnote-16) и Соколова[[17]](#footnote-17) выделяют в качестве одной из причин для совершения сделки слияния – приобретение гудвилла компании-цели. Гудвилл компании – это нематериальные активы, неотделимые от компании, основой которых является информация и знания. Приобретение гудвилла по сути можно считать достижением синергетического эффекта. Тихомиров предлагает определение синергии в рамках сделок слияния или поглощения как «Возможность объединённого предприятия функционировать более эффективно, и приносить большую стоимость, чем предприятиям, входящим в его состав отдельно»[[18]](#footnote-18). Интеллектуальный капитал сформированный информацией и знаниями компании-цели в рамках гудвилла и создает возможность для достижения синергии.

Стремление получить и усилить синергетический эффект в качестве основной причины реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений также отмечают Князева и Курдюмов[[19]](#footnote-19). Авторы считают, что синергетическое мировидение позволяет по-новому подойти к проблеме эффективного управления развитием сложных экономических систем.

Однако анализ производимых сделок показывает, что в 80% случаев компаниям так и не удается достигнуть синергетического эффекта, а в 50% затраты на сделку не окупаются после ее осуществления, то есть сделка имеет отрицательную синергию.[[20]](#footnote-20) Поэтому оценку синергетических эффектов необходимо проводить комплексно, с учетом особенностей рынка и экономической ситуации в целом.

**1.3. Обзор российского рынка слияний и поглощений.**

Рынок слияний и поглощений в России можно назвать сравнительно молодым, так как он начал развиваться только в середине 1990-х годов в период становления рыночной экономики и приватизации. Однако, несмотря на всего двадцатилетнюю историю, российский рынок развивается очень динамично и по оценке стоимости рынка уже становится одним из восточно-европейских лидеров.[[21]](#footnote-21) Согласно анализу инвестиционно-консалтинговой группы «Консалтпром», темпы роста рынка слияний и поглощений в России превышают аналогичные показатели мирового рынка примерно в 3 раза.

Тенденции морового и российского рынков трудно назвать схожими. Динамики рынков, их структура, темпы роста – все эти показатели отличают отечественный рынок от мирового.

Анализируя мировой рынок, можно отметить, что кризис 2008 года значительно отразился на количестве и объеме сделок в денежном выражении и пока так и не достигли докризисного периода. По итогам первого квартала 2014 года рынок снова показал отрицательную динамику, в то время как рынок России демонстрирует рост.[[22]](#footnote-22)

Российский рынок можно назвать достаточно стабильным, что обусловлено устойчивостью экономики, в том числе к кризису 2008 года. Быстрое посткризисное восстановление рынка также можно назвать положительным фактором. В 2012 году российский рынок полностью восстановился, количество произведенных сделок выросло на 12%, в то время как данный показатель в мире упал на 10%.

По итогам 2013 года рынок демонстрирует рост, как в количественном, так и в стоимостном выражении. Эксперты компании KPMG оценивают результаты года как рекордные в стоимостном выражении, начиная с 2007 года (если не учитывать приобретение Роснефтью ТНК-ВР). Данные по количеству и стоимости сделок (не включая сделки свыше 10 млрд. долл.) приведены ниже (Таблица 1).

Таблица 1

**Статистика российского рынка M&A[[23]](#footnote-23)**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатели | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Количество | 393 | 336 | 2010 | 274 | 313 | 342 | 320 |
| Объем, млрд. долл. | 117,3 | 66,3 | 37,8 | 78,2 | 73,1 | 80,5 | 94,0 |

На рисунке 2 отображено распределение сделок по ценовым категориям их совершения. На рынке преобладают мелкие сделки от 1-10 млн. долл., и занимают практически половину всех сделок слияния на рынке. Такая тенденция наблюдается на протяжении последних трех лет и можно предположить, что в ближайшие годы она сохранится.

**Рис. 2 Распределение сделок M&A на рынке России по стоимости, % от общего числа сделок**

Можно отметить, что лидирующие отрасли по числу сделок и их стоимостному выражению не совпадают (Рис. 3). Более подробная сегментация приведена в Приложении Б.

**Рис. 3 Удельный вес отраслей на рынке M&A России, 2013 год**

Также по итогам исследования специалистов KPMG, российский рынок увеличил долю внутренних слияний в стоимостном выражении с 60% в 2012 году до 80% в 2013.[[24]](#footnote-24)

Анализируя развитие российского рынка M&A, можно выделить следующие его особенности:

1. Количество сделок и их стоимость на рынке демонстрируют активный рост с начала XXI века.
2. В целом структура рынка в течение последних 10 лет изменчива, однако наиболее частые и крупные сделки происходят в нефтегазовой и металлургической отраслях, а отрасли машиностроения, IT и т.д. существенно отстают по данным показателям. Сложившуюся ситуацию можно объяснить ориентацией экономики России на сырьевой сектор.
3. На рынке российском рынке слияний и поглощений преимущественно происходят горизонтальные сделки.
4. Информация о проводимых сделках является закрытой, и многие мелкие сделки осуществляются непублично, что приводит к сложности проведения оценки слияния сравнительным методом.

Подводя итоги, можно отметить, что российский рынок слияний и поглощений имеет глобальный потенциал к развитию. Устойчивость и динамика роста рынка позволяют ему увеличивать свою привлекательность, как для российских, так и для зарубежных инвесторов. В следующие года можно прогнозировать рост рынка, чему будет способствовать рост цен на полезные ископаемые и ориентированность российского рынка на добывающий сектор, а также международные рынки капитала.

**Глава 2. СИНЕРГЕТИЧЕСКИЕ ЭФФЕКТЫ В СДЕЛКАХ M&A.**

**2.1. Классификация синергетических эффектов, возникающих при слиянии компаний.**

При объединении двух компаний происходит интеграция всех отделов предприятий и соединение рабочих процессов в каждом из них может вызывать свою синергию. Авторы рассматривают различные виды синергии, дополняя друг друга и расширяя спектр возможных исходов.

Согласно исследованию Веселова А.И., все синергетические эффекты можно подразделить на два направления действия: субаддитивность, которое представляет собой сокращение затрат капитала (основного, трудового, финансового и т.д.) и супераддитивность – эффект за счет роста продаж. По этим двум направлениям и происходит дальнейшее уточнение эффектов синергии в той или иной области ее действия.

Однако большинство авторов используют более традиционное разделение на группы синергетических эффектов. Например, Тихомиров Д.В.[[25]](#footnote-25) в своем исследовании выделяет только два вида синергии – операционную, которая возникает за счет объединения различных функциональных подразделений компании и при которой происходит ускорение темпов роста производства или снижении затрат, и финансовую, которая выражается снижением налогового бремени компании или увеличением кредитоспособности.

Аникина И.Д.[[26]](#footnote-26), в свою очередь, также выделяет операционную и финансовую синергии, но еще и дополняет перечень управленческой синергией, которая основана на создании более эффективной системы управления за счет слияния человеческих ресурсов менеджмента обеих компаний. В рамках операционной синергии, автор помимо ускорения темпов роста так же отмечает экономию затрат на НИОКР и увеличение денежных потоков за счет диверсификации ассортимента продукции. А финансовую синергию дополняет возможностью снижения цены источников финансирования за счет снижения финансовых рисков.

Давиденко А.А.[[27]](#footnote-27) в своей работе выделяет в общей сложности пять синергетических эффектов, из которых три были рассмотрены предыдущими авторами, а оставшиеся два представляют собой:

1) синергия диверсификации активов;

2) синергия за счет приобретения стратегических преимуществ.

Однако, некоторые авторы считают, что последний вид синергетического эффекта нельзя рассматривать как синергию, так как улучшение производственных процессов произойдет за счет использования стратегии, которая уже применяется в компании – цели, а значит не является уникальным эффектом от слияния.

Лапшин П. и Хачатуров А. [[28]](#footnote-28) описывают в своей работе синергетический эффект, выявленный Итами Х.[[29]](#footnote-29), который представляет собой синергетический эффект, связанный с созданием стратегических преимуществ путем усиления эффективности использования ресурсов за счет «эффекта безбилетника» (использования ресурсов одного из отделов компании другими ее отделами без дополнительных расходов). Примером такого синергизма является использование сильной торговой марки для вывода на рынок новых товаров, использование благоприятного имиджа компании для привлечения клиентов к новой продукции или использование научных, производственных и управленческих наработок в различных направлениях деятельности компании. То есть к ресурсам, потенциально способным к созданию данного синергетического эффекта, Итами Х. относит активы, основанные на информации. В целом данный тип синергии можно считать аналогом операционной синергии, рассматриваемой у других авторов.

Проводя анализ литературы, можно сделать вывод, что операционная синергия является единственным типом, который выделяют все авторы и не подвергают его наличие сомнению. Этот тип так же выделяется в работах Авхачева Ю.Б.[[30]](#footnote-30), а Рудык Н.Б.[[31]](#footnote-31) поясняет, что данный вид синергии чаще всего встречается при горизонтальных и вертикальных слияниях. По итогам исследования американского экономиста Байда операционная синергия является основной причиной для слияния в трети случаев проведения сделок.[[32]](#footnote-32)

Финансовый тип синергии в свою очередь не находит поддержки среди всех авторов. Например, Гохан П.А.[[33]](#footnote-33) и Брейли Р. [[34]](#footnote-34) и относят данный тип синергии к сомнительным мотивам слияний. Брейли Р. аргументирует свою позицию тем, что после слияния новообразовавшаяся компания может проводить заимствование источников финансирования по более низкой цене, так как имеет возможность экономить на издержках размещения ценных бумаг и более низких процентных ставках. Однако при этом уменьшается стоимость акционерного капитала компании по модели опционного ценообразования, так как более низкие проценты вызываются более надежной защитой кредиторов. В такой ситуации слияние будет приводить к финансовой синергии и создавать дополнительную стоимость только в случае уменьшения вероятности финансового кризиса из-за меньшей волатильности денежных потоков и снижения вероятности падения денежных потоков ниже уровня финансовых издержек компании.

Дополняя перечень возможных типов синергетических эффектов, можно выделить еще несколько типов. В работе «Формы проявления эффекта синергии от слияния и поглощения компаний» С. Ищенко[[35]](#footnote-35) отдельно выделяет в качестве типа синергии - эффект агломерации, который снижает издержки на единицу продукции на фиксированный процент при удвоении объемов продукции. Однако данный тип больше похож на разновидность операционной синергии и по своим свойствам напоминает эффект от масштаба. Еще один тип, который выделяет автор - повышения эффективности работы с поставщиками в результате приобретения дополнительного рычага снижения закупочных цен путем увеличения совокупного объема закупок и приобретения тем самым возможности пользоваться дополнительными скидками. С. Ищенко рассматривает также эффект торгового синергизма, который включает в себя синергию маркетинга. Этот вид синергии возникает в связи с возможностью реализации стратегии «связанных продаж», то есть возможностью предлагать дистрибьюторам более широкий ассортимент продуктов и использовать общие рекламные кампании. Помимо этого С. Ищенко рассматривает возможность проявления синергии в области преодоления законодательных барьеров и ограничения и снижения национальных рисков за счет международной диверсификации, в случае если сделка слияния или поглощения происходит между компаниями, зарегистрированными в разных странах.

Н. Рудык[[36]](#footnote-36) выделяет синергию расширения номенклатуры выпускаемой продукции в результате объединения отдельных производств в общую систему и эффекта комбинирования взаимодополняющих ресурсов. Синергия заключается в том, что в результате интеграции компании приобретают недостающие им ресурсы и активы дешевле, чем они могли бы стоить при самостоятельном их создании каждой компанией.

Еще один тип выделяется А. Дамодараном[[37]](#footnote-37), Н. Рудык[[38]](#footnote-38), А. Грязновой и М. Федоровой[[39]](#footnote-39) - функциональная синергия, что подразумевает под собой взаимодополняемость в области НИОКР и сокращение затрат на инновационные разработки.

Следующий синергетический эффект – эффект диверсификации выделяется Грязновой и М. Федоровой[[40]](#footnote-40). Данный эффект проявляется при формировании портфеля активов с разными жизненными циклами и объединении компаний различного профиля деятельности, в также позволяет стабилизировать притоки денежных средств от операций компании, и уменьшить влияния факторов делового риска. Авторы также отмечают, что любая синергия может проявляться в двух направлениях:

1) прямая выгода (увеличение чистых активов денежных потоков реорганизованных компаний). Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии;

2) косвенная выгода (увеличение рыночной стоимости акций объединенной компании в результате повышения их привлекательности для потенциального инвестора. Информационный эффект от слияния в сочетании с видами синергий, получаемых в качестве прямой выгоды, может вызвать повышение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора Р/Е (соотношение между ценой и прибылью), а, как известно, целью управления акционерного общества является повышение благосостояния акционеров, следовательно, увеличение прибыли на акцию).

Все рассмотренные синергетические эффекты наиболее полно отражены в таблице, составленной Аникиной И.Д., в которой описаны стратегии создания синергии, процесс их реализации и ожидаемый результат от проявления эффекта (Таблица 2).

Таблица 2

**Стратегия создания синергетических эффектов и их показатели[[41]](#footnote-41)**



**2. 2. Методы оценки синергетических эффектов.**

Оценка синергетических эффектов является важным этапом в подготовке к проведению сделки слияния или поглощения. Сделки слияния и поглощения бывают неэффективными по нескольким причинам, среди которых самая распространенная - это некорректная (в частности, завышенная) оценка стоимости приобретаемой компании, синергетических эффектов и премии. Поэтому Т. Коупленд, Т. Колер и Дж. Муррин[[42]](#footnote-42)отмечают, что количественная оценка синергии - обязательный шаг при проведении сделки, с которого должен начинаться анализ приобретаемой компании, и который является мерой воздействия на итоговую стоимость. Их мысль так же поддерживают Ф. Эванс и Д. Бишоп.[[43]](#footnote-43)

Выбор метода оценки напрямую зависит от типа синергетического эффекта, который будет оцениваться. Зарубежные авторы используют в статьях различные подходы, такие как: эконометрический анализ (Panel Data Regression ( R. Ferrer[[44]](#footnote-44)); показатель NPV (S. Orsag и K. McClure[[45]](#footnote-45)), DCF (J. Kinnunen[[46]](#footnote-46)), WACC (Z. Xia и Z. Xiuzhi [[47]](#footnote-47)). K. McClure и Z. Xia и Z. Xiuzhi обращают особое внимание на необходимость оценки риска при анализе синергетических эффектов. Это обусловлено вероятностью обнуления синергетического эффекта из-за высокого уровня риска.

В российской практике применяются иные подходы. Например А. Давиденко[[48]](#footnote-48) отмечает, что синергетический эффект является частью премии, выплачиваемой за слияние, поэтому в своей работе он предлагает оценивать синергию именно через оценку премии. Автор рассматривает в работе три способа оценки синергии, наиболее распространённым из которых является метод оценки премии, основанный на ретроспективном анализе. При данном методе оценки для расчета премии по конкретной сделке анализируются подобные сделки, уже совершенные другими компаниями ранее. На основе нескольких подобных сделок выявляются наиболее значимые синергетические эффекты, и создается общий портфель синергетических эффектов для конкретной сделки. Однако, данный метод имеет ряд существенных недостатков, среди которых - возможность отсутствия достаточного количества подобных сделок в прошлом для построения корректного статистического портфеля. Также, по мнению многих авторов, синергетические эффекты при каждой конкретной сделке индивидуальны, и применение ретроспективного метода оценки не является эффективным. Практические исследования данного метода оценки дают слабую характеристику объясняющей способности метода и оценивают его эффективность не боле, чем 40%. Поэтому автор предлагает сосредоточить внимание на оценке синергетических эффектов двумя способами: дисконтированного денежного потока (DCF) и методом реальных опционов (Таблица 3).

Таблица 3

**Методы стоимостной оценки синергетических эффектов[[49]](#footnote-49)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Фактор** | **Оценка методом DCF** | **Оценка методом реальных опционов** |
| **Влияние на выручку** | **Влияние на издержки** | **Влияние на налоги и ставку дисконтирования** |
| **Операционная синергия** | +  | +  | - | - |
| **Финансовая синергия** | - | - | + | - |
| **Синергия устранения неэффективного менеджмента** | + | + | +  | - |
| **Синергия диверсификации активов** | +  | + | - | - |
| **Синергия за счет приобретения стратегических преимуществ** | - | - | - | +  |
|   |   |   |   |   |
| \* + оценка возможна; - оценка невозможна или затруднена |   |

Таким образом, автор делает вывод, что анализируя и оценивая уникальные синергетические эффекты для каждой конкретной сделки, получаются более корректные оценки премии.

С. Ищенко[[50]](#footnote-50) отмечает, что существующие методы не достаточно корректно оценивают влияние синергии. Он выделяет три основных метода, которые наиболее часто используются в мировой практике – доходный, рыночный и затратный. Доходный подход представляет собой метод DCF, при котором определяются возможные синергии в денежном потоке, а критерием проверки значимости синергии является сравнение прогнозных денежных потоков с учетом синергии и без учета синергии. Если $∑DCF\_{syn}>∑DCF$, значит положительный синергетический эффект был достигнут. С помощью рыночного подхода эффект синергии можно оценить на основе прогнозируемых значений прироста курсовой стоимости акций объединяемых компаний. По мнению И. Ивашковской[[51]](#footnote-51) при слиянии компаний проявление синергетического эффекта означает достижение более эффективной работы и достижение лучших результатов новой компании, а так как курсы акций выражены ожиданиями инвесторов, то прогнозные цены могут являться отражением получения синергии. Однако, по мнению С. Ищенко, такая оценка не является достаточно корректной ввиду того, что неизвестно, будет ли отклик в ожиданиях инвесторов достаточным для достижения той или иной курсовой разницы, а применение сравнений с ранее реализованными сделками приводит к проблемам аналогичным ретроспективному методу оценки, рассмотренному ранее. Затратный подход, основанный на увеличении стоимости имущественного комплекса по мере его комплектования создаваемыми либо приобретаемыми материальными и нематериальными активами до возникновения способности выпускать имеющую спрос рентабельную продукцию, также имеет недостатки. Во-первых, данный метод способен производить оценку только операционной синергии. Во-вторых, Е. Федорова[[52]](#footnote-52) отмечает, что чаще всего при слиянии или поглощении происходит покупка бизнес в целом, а не отдельного набора активов, а значит, затратный подход имеет ограниченное применение, так как не учитываются нематериальные активы, присущие бизнесу в целом и отсутствующие у каждого индивидуального актива, поэтому эффект синергии, оцененный на основе данного подхода, окажется значительно заниженным.

Приступая к оценке синергетических эффектов необходимо определиться, возможно ли оценить синергии количественным методом, или для наиболее полной оценки стоит обратиться к экспертным оценкам качественных синергий. Для этого Скоч А.В. предлагает воспользоваться простой блок-схемой, представленной в приложении В.

Итак, среди наиболее удобных в применении было выделено два способа оценки синергетических эффектов, по которым будет производиться практическая оценка и сравнение полученных результатов.

Первый метод представляет собой индивидуальную оценку каждого выявленного при анализе синергетического эффекта и последующее суммирование полученных экономий и дополнительных выгод для получения общей стоимости синергии. Для оценки синергии данным способом будет использоваться следующий алгоритм:

1. Проведение анализа сделки слияния или поглощения и выявление всех возможных синергетических эффектов.
2. Определение периода оценки синергетических эффектов из расчета темпов достижения 100% эффекта синергии.
3. Оценка каждого синергетического эффекта.

3.1. Выбор одного из синергетических эффектов.

3.2. Определение ставки эффекта на денежный поток, исходя из исторических данных и среднерыночных эффектов по схожим процессам.

3.3. Расчет экономии или дополнительной прибыли с учетом синергии.

3.4. Повторение пунктов 3.1. – 3.3., пока все выявленные синергетические эффекты не будут иметь количественную оценку.

1. Суммирование полученных количественных оценок отдельных синергетических эффектов для получения оценки общей синергии от процесса слияния.

Как было рассмотрено ранее, существует два основных блока синергий это суббадитивный эффект (Vsub) и супераддитивный (Vsuper). Для оценки общего синергетического эффекта от сделки, значения полученных экономий и выгод от каждого из типов синергий определяются по формуле:

$V\_{syn}=V\_{sub}+V\_{super}$ (2.1)

Второй способ оценки, который будет использоваться в практической части данной работы – оценка синергетических эффектов на основе оценки стоимости объединенного бизнеса до и после слияния. Данный метод предполагает использования следующего алгоритма оценки:

1. Определение периода расчета.
2. Оценка стоимости бизнеса компании покупателя.
3. Оценка стоимости бизнеса компании-цели.
4. Определение суммарной стоимости двух бизнесов без учета синергии.
5. Оценка стоимости объединенной компании с учетом изменений в денежных потоках, вызванных проявлением синергии.
6. Сравнение стоимости объединенной компании с учетом синергии и стоимости без учета синергии, полученная разница считается количественной оценкой проявившихся синергетических эффектов.

При оценке бизнесов итоговая стоимость компании определяется как сумма дисконтированных денежных потоков за n лет и стоимости бизнеса в постпрогнозном периоде:

$EV=\sum\_{t=0}^{n}DCF\_{t}+V\_{term}$ (2.2)

Стоимость бизнеса в постпрогнозном периоде считается с помощью модели Гордона:

$V\_{term}=\frac{CF\_{n}\*(1-g)}{WACC-g}$ (2.3)

Где:

CFn – денежный поток последнего года прогнозного периода;

g –темп роста компании в постпрогнозном периоде;

WACC – ставка дисконтирования.

При оценке синергии данным методом не производится выявление отдельных синергетических эффектов, а используются факторы влияния на основные потоки компании в целом.

При расчете прогнозных денежных потоков, используется формула:

$FCF=EBIT-Tax+D\&A-∆NWC-CAPEX$ (2.4)

где:

EBIT – прибыль компании до уплаты налогов;

Tax- величина уплачиваемых налогов;

D&A – амортизационные отчисления;

ΔNWC – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

CAPEX –капиталовложения.

Так как оценка синергии проводится в настоящем на основе прогнозируемых будущих денежных потоков, в обоих методах оценки необходимо применить дисконтирование денежных потоков для определения их справедливой стоимости. Для этого необходимо воспользоваться формулой дисконтированных денежных потоков:

$DCF\_{t}=\sum\_{t=0}^{n}\frac{CF\_{t}}{(1+WACC)^{t}}$ (2.5)

Дисконтирование потоков будет производиться с использованием ставки WACC, рассчитываемой по формуле:

$WACC=r\_{d}\*\left(1-τ\right)\*\frac{D}{D+E}+r\_{e}\*\frac{E}{D+E}$ (2.6)

где:

* rd - ставка доходности по заемному капиталу (или ставка процента за кредит, или процент по облигациям);
* re - требуемая ставка доходности по собственному капиталу, рассчитанная на основе CAPM;
* D – величина заемных средств (капитала);
* E – рыночная оценка собственного капитала;
* $τ$ – ставка налога на прибыль.

Для расчета требуемой ставки доходности мы использовали модель CAPM:

$r\_{j}=r\_{f}+β\_{j}\*(r\_{m}-r\_{f})$ (2.7)

где:

rj – требуемая ставка доходности по проекту;

rf – безрисковая ставка доходности;

rm – среднерыночная ставка доходности;

βj – коэффициент по проекту.

Если при анализе структуры компании, выявляется, что ее структура капитала не совпадает с отраслевой, то дополнительно рассчитывается коэффициент бэта с использованием формулы Хамады:

$β= β\_{0}\*(1+\left(1-t\right)\*\frac{D}{E})$ (2.8)

По итогам оценки синергетических эффектов двумя выбранными способами будет произведен анализ результатов и сделан выводы о корректности применения каждого из способов.

**Глава 3. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА СИНЕРГЕТИЧЕСКИХ ЭФФЕКТОВ В СДЕЛКЕ СЛИЯНИЯ КОМПАНИИ UNILEVER И КОНЦЕРНА «КАЛИНА».**

Для качественного анализа сделки слияния компании Unilever и концерна «Калина» необходимо кратко рассмотреть историю каждой из компаний, проанализировать их структуры и изучить компании с точки зрения наличия у компаний сделок слияния в прошлом.

Объявление компании Unilever о намерении приобрести концерн «Калина» произошло в октябре 2011 года, поэтому в данном исследовании приводится характеристика компаний по состоянию на 2011 год, а также оценка компаний на ту же дату, по отчетностям компаний за период с 2008 по 2010 год.

Для написания практический части данного исследования были выбраны компании Unilever и концерн «Калина», так как при анализе возможных синергий в данном слиянии был выявлен наиболее широкий перечень эффектов, что дает возможность наиболее точно и полно оценить сделку слияния.

**3.1. Характеристика анализируемых компаний.**

Рассмотрим компанию покупателя – Unilever. Компания Unilever образовалась в 1930 году путем слияния Маргаринового союза Голландии (Margarine Uni) и мыловаренной компании Lever Brothers из Британии. Мотивом для данного слияния была возможность получения экономии от закупки сырья, которая в рамках данной работы является синергетическим эффектом. Таким образом, история компании началась с масштабного слияния, а, затем, сделки слияния и поглощения на протяжении всей деятельности компании являлись основным инструментом для роста и расширения компании. За время своего существования Unilever произвел 250 сделок слияния с различными бизнесами, но 210 бизнесов были в дальнейшем перепроданы.[[53]](#footnote-53)

Сейчас бизнес компании поделен на 4 сегмента: средства по уходу за домом – 18% (Home Care), освежающие напитки – 19% (Refreshment), продукты питания – 30% (Foods) средства по уходу за собой - 33% (Personal Care). Также в компании разделено операционное управление по географическому принципу (Америка, Западная Европа и все остальные регионы: Азия, Африка, Центральная и Восточная Европа), что дает компании совершать слияния и поглощения локальных производств успешных на том или ином рынке, поэтому на разных географических рынках зачастую представлены разные бренды. Стоит отметить, что такая стратегия не часто встречается в FMCG секторе (Fast Moving Consumer Goods – товары повседневного спроса), для которого характерна покупка только глобальных игроков, представленных на большинстве географических рынков сразу.

Особое внимание компания уделяет деятельности на развивающихся географических рынках, сейчас их доля в деятельности Unilever составляет 40%. В 13 развивающихся странах продажи компании превышают 0,5 млрд. евро, и рост продаж здесь превышает общий рост в компании.

 На данный момент Unilever является одним из крупнейших производителей потребительских товаров. Ежедневно около 160 миллионов людей используют продукцию компании. В портфель компании входит более 400 брендов, представленных более чем в 190 странах. Бренды компании представлены в разных ценовых категориях, что позволяет компании охватить большую целевую аудиторию и не осуществлять конкуренцию между брендами внутри портфеля. Наиболее популярны бренды, такие как Heartbrand, Knorr, Dove и еще 8 других, которые оцениваются более чем в 1 млрд. евро каждый , еще 17 компаний стоят от 0,5 млрд. евро., а стоимость 34 превышает 250 млн. евро.

Деятельность на российском рынке компания начала с импорта товаров по уходу за собой в 1991 году, а затем начала развивать собственное производство. Первой M&A сделкой Unilever в России, произошедшей в 1998 году, стало приобретение Московского маргаринового завода (ММЗ). Затем в 2000 году компания приобрела Bestfoods, которой принадлежали торговые марки Knorr и Hellmann’s, результатом данного объединения стало открытие нового завода в г. Туле.

Далее в 2002 году состоялось официальное открытие чаеразвесочной фабрики, построенной в г. Санкт-Петербурге. В 2008 году Unilever выходит на российский рынок мороженого посредством приобретения компании Инмарко. Последней сделкой M&A до слияния с концерном «Калина» становится приобретение компании Балтимор в 2009 году. Таким образом, по состоянию на 2011 год компания Unilever является собственником 7 российских предприятий, а инвестиции в российскую экономику превышают 1 млрд. евро.

Одной из причин для совершения слияния с концерном «Калина» являлся рост сегмента средств по уходу за собой (4,2% в 2010 году, в то время как остальные сегменты росли 1,2%-2,2%).

Концерн «Калина» начал свою деятельность в 1942 году с запуска фабрики в Екатеринбурге «Уральские самоцветы», а свое нынешнее название приобрел лишь в 1999 году при проведении национального ребрендинга. В 2004 году компания становится публичной, осуществив размещение своих акций на ММВБ и листинг на РТС, а так же, произведя запуск программ АДР (American Depositary Receipt) первого уровня.

Сейчас концерн «Калина» представлен в следующих сегментах: средства по уходу за лицом, средства по уходу за полостью рта, средства по уходу за волосами, средства по уходу за руками и телом и детская косметика. При этом концерн занимает лидирующие позиции на российском рынке сегменте по уходу за лицом 30,4%, а также на рынке по уходу за кожей тела и рук 34%, что является дополнительным мотивом для компании Unilever при совершения слияния.

Концерн осуществляет свою деятельность, как в России, так и в Европе, однако подавляющее большинство продукции продается на российском рынке (80 %), на Украине (9%) и в Казахстане (5 %), а также в других странах СНГ. Также в состав концерна, помимо головной компании в Екатеринбурге, входят предприятия: «Паллада-Украина», «Глав-сказка Интернешнл», «Dr. Scheller Beauty Center» (Германия), Kalina International SA (Швейцария), Kalina Overseas Holding B.V. (Нидерланды), DSN Cosmetics GmbH (Германия) и Rychkon Limited (Кипр) (рис. 4).

|  |  |
| --- | --- |
| **Наименование компании** | **Вид деятельности** |
| ООО Концерн "«Калина»" | Головная компания группы. Производство и реализация косметической и парфюмерной продукции |
| Kalina International SA | Управление активами группы в Европе. Деятельность по слияниям и поглощениям. |
| DSN Cosmetics GmbH | Реализация косметической и парфюмерной продукции |
| Kalina Overseas Holding B.V. | Защита интеллектуальной собственности |
| Rychkon Limited | Финансовая компания |
| ООО "Паллада Украина" | Дестрибьютор на Украине |
| ООО "Главсказка Интернешенл" | Развитие и продвижение брендов на рынке детских товаров |
| OOO "Dr. Scheller Beauty Centre" | Сеть салонов красоты |
| Dr. Scheller - Center Beauty LLC |
| Dr. Scheller - Center krasoty LLC |

**Рис. 4 Структура концерна «Калина».**

Основные бренды, приносящие компании 80% совокупных продаж и 85% выручки: «Чистая линия», «100 рецептов красоты», «Бархатные ручки», «Черный жемчуг», «Лесной бальзам». В портфеле также представлены такие известные бренды как «Маленькая фея», «32», «Дракоша».

В период с 2008-2010 год бизнес концерна «Калина» показывал стабильный рост со среднегодовым темпом 13%. Высокие показатели можно объяснить сегментацией продукции по ценовому признаку и выделение целевой аудитории (старше 30 лет), которая позволяет избежать основной конкуренции с ведущими брендами L’Oreal и P & G.

**3.2.Оценка синергетических эффектов, выявленных при анализе слияния.**

Оценка синергий, которые могут появиться в процессе объединения компании Unilever и концерна «Калина», производилась двумя способами, которые были определены во второй главе данного исследования. По итогам оценки было произведено сравнение результатов и сделаны выводы по удобству применения каждого из методов, а также корректности использования выбранных способ расчетов синергетических эффектов.

Первый способ оценки выявленных синергий предполагает оценку каждого конкретного эффекта по отдельности, а затем суммирование всех количественных оценок для получения общей оценки синергии.

На подготовительном этапе перед оценкой синергетических эффектов необходимо определить типы синергий, а также источники их возникновения. В данном исследовании оценивались только количественные синергии, а именно операционные, так как оценка управленческих синергетических эффектов подразумевает применение экспертной оценки. По итогам анализа были выявлены следующие наиболее возможные операционные синергетические эффекты, возможные к оценке количественным методом:

* синергия в закупке сырья;
* синергия в закупке медиа-услуг;
* синергия за счет снижения затрат на транспорт и топливо;
* синергия за счет сокращения дублирующего штата;
* синергия от внедрения инновационных разработок Unilever;
* синергия за счет роста выручки концерна «Калина»;
* синергия за счет роста выручки компании Unilever.

Из 7 выявленных синергий 1 оказывает влияние только на деятельность компании Unilever (рост выручки компании), 5 производят эффект на финансовые результаты концерна ««Калина», и 1 эффект имеет общее влияние на деятельность, как Unilever, так и концерна. Первые 5 эффектов согласно классификации Веселова А.И., приведённой во второй части исследования можно отнести к суббадитивным, а последние 2 - к супераддитивным, данная классификация далее будет применяться при расчетах.

Задача работы - определить удобство и качество оценки сделок слияния, проводимых непосредственно до объединения компаний, а не анализ уже совершенной сделки, поэтому, так как предполагается, что компании произведут объединение в 2012 году, в качестве исторических были использованы данные отчётностей 2008-2010 годов, а данные отчетностей 2011 года прогнозировались.

Объединение компаний является длительным процессом, и на практике интеграция крупных копаний занимает много времени. В исследовании все синергии оценивались исходя из предположения, что интеграция компаний происходит постепенно и для достижения 100% эффекта синергии потребуется 5 лет.

Для справедливой оценки экономии и дополнительных доходов, которые приносит каждая синергия. необходимо продисконтировать полученные при прогнозировании результаты. При дисконтировании синергий, имеющих эффект на денежные потоки компании Unilever, использовалась ставка WACC = 9,89% (по данным отчета компании Unilever)[[54]](#footnote-54). Для дисконтирования потоков концерна «Калина» необходимо было самостоятельно рассчитать ставку средневзвешенной стоимости капитала. Для этого дополнительно были произведены оценки коэффициента бэта, так как структура капитала компании не совпадает со среднеотраслевой, и ставки доходности собственного капитала концерна.

Расчет коэффициента бэта для концерна «Калина» (Таблица 4) производился на основе данных отчетности и базового отраслевого коэффициента бэта представленного компанией Bloomberg[[55]](#footnote-55).

Таблица 4

**Расчет коэффициента бэта по формуле Хамады для концерна «Калина»**



По итогам расчетов мы получили коэффициент бэта равный 0,96. Безрисковая ставка определялась согласно прогнозу доходности по 10-летним казначейским облигациям США. Далее был произведен расчет требуемой ставки доходности по собственному капиталу (СК) (таблица 5).

Таблица 5

**Расчет ставки доходности для СК Калины по модели CAPM**



По модели CAPM требуемая ставка равна 19.9%, что дает возможность оценить средневзвешенную стоимость капитала для концерна «Калина», по которой далее производилось дисконтирование денежных потоков. Анализируя структуру капитала компании, можно отметить, что в ней преобладает собственный капитал - 69%, соответственно заемный капитал составляет 31%. Стоимость заемного капитала рассчитывалась как средняя ставка по займам компании. В нашем случае WACC получился равным 16,2%. Расчеты представлены в таблице 6.

Таблица 6

**Расчет WACC для концерна «Калина»**



После проведения подготовительных расчетов можно перейти к конкретной оценке синергетических эффектов. На первом этапе была произведена оценка синергии в закупке сырья для производства концерна «Калина». Так как компания Unilever уже имеет производство в секторе средств по уходу за собой, это дает возможность объединить закупку базового сырья и материалов для производства продукции концерна «Калина». Увеличение масштабов общей закупки позволяет компании претендовать на скидку от поставщиков в размере 5-7%. Мы произвели оценку с учетом минимальной скидки в 5%. Эффект дисконта рассчитывался исходя из прогнозной себестоимости продаж, построенной на результатах деятельности компании за 2009-2010 года. Было установлено, что себестоимость будет расти в среднем с темпом 5% в год. По итогам оценки, учитывая, что затраты на сырье и материалы составляют примерно 45% от себестоимости, общая ежегодная экономия составила 1% от себестоимости, 362 млн. руб. в денежном выражении. Подробные расчеты по годам представлены в таблице 7.

Таблица 7

**Синергия в закупке сырья для концерна «Калина», руб.**



Следующий вид синергии, который был выявлен при анализе сделки по слиянию Unilever и концерна «Калина» – синергия от внедрения инновационных решений. Концерн «Калина» имеет потенциал к получению экономии за счет инновационной установки Micro Motion, используемой в производстве продукции Unilever. Установка Micro Motion представляет собой систему точной дозировки и смешивания составляющих в жидкостях и силикатных веществах типа: шампунь, жидкое мыло, крем. Данная установка позволяет сократить издержки на электроэнергию на 1,3%, а также уменьшить количество используемого сырья на 0,4%. Для производства Калины потребуется установка 12 таких систем, стоимость каждой из которых 93 000 рублей. Предполагается, что эффект от системы будет получен только в 2013 году, так как до данного периода будет происходить налаживание системы и приспосабливание ее для производства продукции Калины. Период эксплуатации каждой из установок 3 года, расчет амортизации производился линейным способом. По итогам оценки экономия концерна составит 41 миллион рублей. Подробные расчеты синергетического эффекта от внедрения инновационных решений представлены в таблице 8.

Таблица 8

**Синергия от внедрения инноваций для концерна «Калина», руб.**



Далее производилась оценка синергии в транспортных расходах. Схожесть товаров и условий их транспортировки у обеих компаний позволяет объединить логистические цепи и сократить затраты на транспорт на 30%. Для расчета синергии было установлено, что логистические затраты концерна составляют 15% от себестоимости товара. Анализ показал, что затраты на логистику концерна растут с темпом 15%. Эффект от синергии проявляется постепенно, так как для налаживания транспортных путей необходимо время и поэтапная коррекция маршрутов для их оптимизации. По итогам оценки синергии было получено, что ежегодная экономия с учетом дисконтирования составила 0,9% от общей себестоимости товара, 528 миллионов рублей в денежном выражении. Подробные расчеты по годам представлены в таблице 9.

Таблица 9

**Синергия в транспортных затратах для концерна «Калина», руб.**



На следующем этапе оценивалась синергия в закупке медиа-услуг для обеих компаний. По размеру инвестиций в рекламу рынок косметических средств и товаров по уходу за собой является самым емким рынком в России. Размер скидок на предоставление медиа услуг рассчитывается индивидуально для каждой компании-клиента, поэтому переговорная позиция имеет большое значение. При расчете данной синергии рассматривался бюджет обеих компаний, так как скидка будет предоставляться на новый сводный бюджет объединенной компании, поэтому дисконтирование производилось по ставке WACC для компании Unilever. В расчет брался только бюджет компаний на ATL рекламу, так как реклама через BTL каналы индивидуальна для каждой из компаний и не имеет постоянной основы. Для каждого из типов ATL рекламы была определена возможная скидка на основе среднерыночной скидки, предоставляемой крупным компаниям на рынке. По результатам расчетов данная синергия позволит сократить себестоимость продукции на 10%-15% ежегодно. Подробные расчеты синергетического эффекта по годам представлены в таблице 10.

Таблица 10

**Синергия в закупке медиа услуг для Unilever и «Калина», руб.**



Также была произведена оценка синергетического эффекта при снижении затрат за счет сокращения штата сотрудников. Для оценки синергии в области персонала был произведен анализ организационных структур каждой компании и штата сотрудников. Сложность в интеграции организационных структур анализируемых компаний состоит в том, что Unilever имеет матричную структуру, а «Калина» линейно-функциональную, поэтому для полной интеграции штатов потребуется время и глобальные корректировки. Однако, учитывая единообразие сфер работы обеих компаний (рынок средств по уходу за собой), возможно проведения сокращения штата путем удаления дублирующих должностей и введение дополнительных нагрузок для оставшихся сотрудников с увеличением оплаты их труда, что позволит сократить ежегодные затраты на персонал. При расчете синергии учитывалось, что при сокращении сотрудников потребуется выплата компенсаций. Всего по предварительной оценке из 1900 сотрудников концерна (не включая производственный персонал) было решено сократить 250, из которых 60 сотрудников отдела финансов и финансовых аналитиков, 40 сотрудников отдела IT и 40 сотрудников отдела HR, 80 сотрудников отдела продаж, 30 сотрудников отдела логистики, при расчете, что средняя заработная плата составит 40 тысяч рублей. При оценке выплачиваемых компенсаций расчет производился согласно статье 178 ТК РФ (выплата среднемесячного заработка и обеспечение подобным заработком в течение двух месяцев после сокращения). Принимая, что затраты на персонал составляют 25% себестоимости, то сокращение штата снизило себестоимость продукции 0,5%-1% ежегодно, что составляет 240 миллионов рублей в денежном выражении. Данный показатель нельзя назвать высоким, однако полученная синергия является положительной. Что доказывает эффективность слияния. Подробные расчеты по годам представлены в таблице 11.

Таблица 11

**Синергия в затратах на персонал для концерна «Калина», руб.**



Рассмотренные ранее синергии, согласно описанной во второй граве данной работы теории, являются субаддитивными, то есть проявляющимися за счет снижения расходов. Также необходимо учесть и супераддитивный эффект, проявившийся за счет роста продаж, а значит повлекший за собой увеличение выручки. Рост выручки можно ожидать как у концерна «Калина», так и у компании Unilever.

Рост выручки концерна ожидается за счет присоединения к сильному бренду Unilever. После слияния можно ожидать рост выручки Калины дополнительно на 9% в год (не включая рост компании без учета синергии). Подробные расчеты представлены в таблице 12.

Таблица 12

**Синергия от роста выручки концерна «Калина», руб.**



Покупка концерна «Калина» даст возможность компании Unilever также увеличивать свою выручку на 2 % ежегодно (не учитывая ежегодный рост компании без синергии). При расчете синергии от роста выручки для компании Unilever использовались данные финансовой отчетности только по сегменту средств по уходу за собой, которые составляет 33% от всего продуктового портфеля Unileverа, и проданные в Европе и России, что составляет 30% всех продаж компании. Подробные расчеты представлены в таблице 13.

Таблица 13

**Синергия от роста выручки Unilever, тыс. руб.**



После расчета всех возможных синергетических эффектов было произведено их суммирование для расчета общей синергии от объединения компаний. За пять лет суммарная синергия составит

$V\_{syn}=25 804 110 198$ рублей (таблица 14).

Таблица 14

**Суммарный эффект синергии от слияния Unilever и концерна «Калина», руб** 

Анализ оцененных синергий показывает, что наибольший вклад в итоговую оценку синергетических эффектов внес рост выручки компании Unilever, что обусловлено масштабами компании. Также наибольший эффект среди остальных синергий наблюдается от экономии за счет объединения медиа-бюджетов компаний.

Второй способ оценки синергии основывается на расчете суммарной стоимости компаний до и после слияния. Для начала вычислим стоимость компании покупателя. Чтобы после проведения оценки мы могли корректно сравнить полученные оценки синергии от слияния, стоимость компании прогнозировалась в расчете на 5 лет, так же как и экономия от синергии. Оценка стоимости компании Unilever проводилась на основе финансовых отчетов компании 2008-2010 года, для вычисления темпов роста каждого из финансовых показателей, необходимых для расчетов. Для дисконтирования потоков применялась ставка WACC=9,98%, как и при вычислении синергий ранее в данной работе.

Как определялось ранее, для оценки стоимости компании необходимо учитывать как стоимость в прогнозном периоде, так и стоимость в постпрогнозном. Для вычисления постпрогнозной стоимости компании было предположено, что темп роста в постпрогнозном периоде составит 2%. По результатам оценки (таблица 15) стоимость компании Unilever равна 3 538 881 000 000 рублей. Полученную стоимость можно сравнить с оценкой, проведенной Financial Times[[56]](#footnote-56) в 2011 году, которая равна примерно 3 154 000 000 000 рублей, а значит можно считать, что оценка была проведена корректно.

Таблица 15

**Стоимость бизнеса Unilever, млн. руб.**



Далее мы оценили стоимость бизнеса концерна «Калина». Прогнозирование потоков также проводилось на основании финансовой отчетности компании за последние 3 года до слияния. Для дисконтирования использовалась ставка WACC = 16,2%, рассчитанная ранее. Для расчета постпрогнозной стоимости компании использовалось значение темпа роста в постпрогнозном периоде, равное 4%. По итогам прогнозирования темп роста показателя EBIT составил 15% в год. Можно отметить, что наблюдается рост показателя NWC (чистого оборотного капитала), что означает рост кредитоспособности, а также ликвидности компании, этот фактор также можно назвать положительным показателем для совершения сделки для компании Unilever. Стоимость компании по итогам оценки составила 23 миллиарда рублей, расчеты стоимости бизнеса представлены в таблице 16.

Таблица 16

**Стоимость бизнеса концерна «Калина», тыс. руб.**



Таким образом, произведя оценку каждого из бизнесов, мы можем найти стоимость объединенной компании без учета синергии (в рублях):

$$EV\_{U}\left(=3347774000000\right)+EV\_{K}\left(=22876646000\right)=3 370 650 646 000$$

Для оценки бизнеса объединенной компании после синергии необходимо сделать предположения относительно темпов роста прибыли, снижения капитальных затрат и остальных финансовых показателей. Проанализировав ранее все возможные синергии, а также рассмотрев мотивы акционеров для объединения бизнесов, озвученные в различных интервью, можно сделать следующие предположения:

1. Приобретение концерна «Калина» увеличит долю рынка по уходу за собой компании Unilever, что позволит объединенной компании увеличивать выручку на 4% ежегодно и на 3% в постпрогнозном периоде. Стоит учитывать, что роста выручки Unilever можно ожидать только от сегмента по уходу за собой, поэтому при расчетах будет учитываться то, что данный сегмент занимает 33% бизнеса Unilever.

2. Инновационные решения позволят концерну «Калина» сократить капитальные затраты на 2% ежегодно.

3. Так как компания Unilever поглотит концерн «Калина» будем считать, что средневзвешенная стоимость капитала останется на уровне 9,89%.

Исходя из этих предположений, была рассчитана новая стоимость объединенной компании с учетом синергетических эффектов (таблица 17).

Таблица 17

**Стоимость объединённого бизнеса, тыс. руб.**



При расчетах показателей EBIT, амортизации и величины уплачиваемых налогов учитывалась географическая дифференциация, рассмотренная ранее в 3 части работы, а именно влияние синергетических эффектов только на выручку в сегменте средств по уходу за собой, проданных на территории Европы и России. Продукция концерна «Калина» представлена также в некоторых европейских странах, поэтому данное допущение можно считать корректным.

На третьем этапе находим разность между стоимостью объединенной компании после получения синергии и до нее. Количественная оценка синергии составила 30,8 миллиарда рублей.

$$EV\_{syn}\left(=3 401 479 280 000\right)-EV\_{U+K}\left(=3 370 650 646 000\right)=30 828 634 000 $$

**3.3.** **Сравнение результатов оценки синергетических эффектов разными способами.**

Для анализа применяемых в практической части исследования методик, было произведено сравнение оценок синергии вычисленных двумя разными способами.

Таблица 18

**Синергия от слияния компании Unilever и концерна «Калина», руб.**

|  |  |
| --- | --- |
| **1 способ** |  25 804 110 198  |
| **2 способ** |  30 828 634 000  |
| **Разница** |  5 024 523 802  |

Оценка синергетических эффектов методом оценивания бизнесов до и после синергии с прогнозированием основных изменений превысила оценку отдельных синергетических эффектов на 5 млрд. руб. Такую разницу можно объяснить использованием экспертных значений при оценке отдельных синергетических эффектов ввиду отсутствия полной информации. Также можно отметить, что при оценивании синергии первым способом учитывались только те синергетические эффекты, которые можно оценить количественно, однако при слиянии возникает множество качественных синергий, которые косвенно влияют на прибыль компании, но производить их оценку затруднительно, такие эффекты обычно оцениваются методом экспертной оценки. При оценке вторым способом качественные синергии были косвенно заложены в расчеты, поэтому величина синергии в данном случае оказалась выше.

Для полноценного анализа синергетических эффектов, рассмотрим качественные синергии, которые могли повлиять на результаты деятельности объединенной компании.

Во-первых, слияние двух сильных управленческих команд позволит увеличить отдачу от труда. Объединение корпоративных культур и ценностей обеих компаний позволит сотрудникам активнее генерировать идеи, делиться имеющимся опытом, который поможет в оптимизации работы обеих компаний.

Во-вторых, стратегия компании Unilever включает в себя план устойчивого развития и улучшения качества жизни Unilever - Sustainable Living Plan (USLP) - первая 10-летняя стратегия Unilever, где особое значение приобретают социальные и экологические цели компании. Согласно данным исследования экологической ситуации в массовом сознании россиян[[57]](#footnote-57) 78% граждан обеспокоены экологической ситуацией в мире, поэтому данное слияние и применение данной стратегии в бизнесе концерна «Калина» позволит увеличить лояльность покупателей к бренду, а также повысить продажи продукции концерна «Калина».

Еще одной причиной, по которой синергия, рассчитанная вторым способом, получилась выше с математической точки зрения, является разница в применяемых ставках дисконтирования. При расчете отдельных синергий практически в каждом случае использовалась ставка WACC=16,2%, а при расчетах вторым способом итоговая стоимость с учетом синергии дисконтировалась по ставке WACC=9,89%, следовательно, сумма получилась большая, чем, если бы дисконтирование производилось по одинаковой ставке в обоих случаях.

Среди положительных сторон применения второго способа оценки можно также отметить, что данный способ позволяет получить готовую стоимость компании, учитывая при этом и постпрогнозный синергетический рост, а первый способ дает возможность вычислить лишь конкретную стоимость синергии, при этом стоимость компании необходимо будет вычислять отдельно.

Однако, на мой взгляд, первый способ более корректен для расчета синергии, так как позволяет детально изучить все синергетические эффекты, возможности комбинации синергий, оценить более узкие синергии, в то время как второй способ оценивает широкие блоки синергий (операционная и финансовая) и не дает возможности выявить количественную стоимость каждой из узких синергий по отдельности. Данный метод оценки синергетических эффектов можно считать простым в применении, однако стоит отметить, что из-за недостаточности данных возникает погрешность в расчетах, которую компании при оценке синергетических эффектов данным способом могут избежать путем применения конкретных данных, к которым у них есть доступ.

Таким образом, можно сделать вывод, что оба рассмотренных в исследовании метода имеют свои положительные стороны и свои недостатки. Это подтверждает вывод, полученный после теоретического анализа существующих методик оценки синергетических эффектов, что на данный момент единого способа оценки не найдено и каждая компания выбирает наиболее удобный для нее способ самостоятельно.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В ходе изучения сделок слияний и поглощений, применяемых компаниями в качестве реализации стратегии своего роста, было выявлено влияние синергетических эффектов на процесс оценки выгодности слияния и формирования цены покупки компании-цели.

Анализ российского рынка показал, что стратегия роста за счет проведения слияний является популярной среди бизнесменов, причем наиболее часто используются горизонтальные слияния. Российский рынок M&A является перспективным, учитывая положительную динамику на протяжении последних 7 лет, что объясняет актуальность исследуемой темы.

Обзор литературы и сравнение различных научных точек зрения показали, что синергия определенно является важной частью сделок слияния и поглощения. Именно синергетический эффект является одним из основных мотивов для проведения сделок, а оценка этих эффектов - неотъемлемым этапом при оценке выгодности слияния. Важно отметить, что оценка синергетического эффекта от слияния необходима не только компании покупателю для формирования верхней границы стоимости покупки, но и компании-цели для формирования нижней границы стоимости бизнеса при продаже.

Выбор метода оценки синергетических эффектов зависит от типа выявленной синергии, а также от наличия достаточного количества информации на рынке, поэтому важно на подготовительном этапе корректно определить все возможные эффекты от слияния. Среди основных выделяют три типа синергетических эффектов: операционные, финансовые, управленческие, первые два из которых возможно оценить количественными способами.

Все рассмотренные в исследовании способы оценки имеют преимущества и недостатки, и многие авторы считают, что на данный момент не создано универсального метода оценки, что подтверждается и практической частью данного исследования. Таким образом, эта сфера является хорошей нишей для дальнейших исследований.

В соответствии с поставленной в начале исследования целью, а именно - выявить наиболее корректный способ оценки синергии, для апробирования результатов теоретического исследования на практике, была произведена оценка синергетических эффектов от сделки слияния компании Unilever концерна «Калина» в 2012 году.

Для сравнения методик оценки были выбраны два способа:

* оценка путем расчета каждой из определенных синергий отдельно и суммированием полученных экономий;
* оценка путем сравнения стоимости созданной объединенной компании с учетом синергии и без нее.

Анализ результатов практики показал, что данные методики дают различный результат оценки синергии, что обусловлено несколькими факторами:

1. Закрытость внутренней информации о компаниях. Данный фактор является наиболее весомым в причинах различия полученных значениях. Не смотря на то, что компании обязаны открыто предоставлять финансовую отчетность, некоторая информация, необходимая для оценки, является закрытой, что усложняет расчеты и может приводить к некоторой погрешности. Однако при оценке синергий от слияния в реальном бизнесе данный фактор не является проблемным, так как внутренние пользователи отчетности компании имеют доступ к большему спектру информации.
2. Отсутствие в процессе расчетов оценки качественных синергий при расчете одним из способов. В реальном бизнесе качественные синергии оцениваются наряду с количественными эффектами, однако для их оценки применяется метод экспертных оценок. В исследовании мы не смоги применить данный метод, так как не имеем опыта в этой сфере, а в случае подобной оценки квалифицированными экспертами разница между полученными результатами могла быть значительно меньше.
3. Использование различных ставок дисконтирования. В случае оценки слияния компании Unilever и концерна «Калина» большая часть выявленных синергетических эффектов имела влияние на денежные потоки концерна, которые дисконтировались по ставке, рассчитанной для «Калины». В то время как основной ставкой при расчете методом оценки бизнеса являлась ставка WACC для компании Unilever, так как структура Unilever более глобальна и при слиянии скорее поглощает структуру концерна «Калина». Если при оценке выявленные синергетические эффекты имеют влияние на обе компании, принимающие участие в слиянии, то результат аналогичного сравнения будет другим.

В данном исследовании в качестве наиболее корректного метода оценки синергетических эффектов было выбрано применение способа оценки отдельных синергетических эффектов, так как он позволяет проследить более узкие изменения в денежных потоках и выявить большее количество сфер влияния на итоговую стоимость.

По результатам исследования было выявлено, что нельзя определить единственно верный и корректный способ для оценки синергетических эффектов при слиянии и поглощении компаний. Основным критерием для выбора метода оценки является анализ синергетических эффектов. Если при анализе слияния, было выявлено большое количество различных синергий, то для оценки корректнее применить метод оценки путем расчета каждой из определенных синергий отдельно. При выявлении же не большого количества однотипных синергий (особенно финансовых) более удобным способом для расчетов является оценка бизнесов до и после слияния.

**Список литературы**

1. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2005.
2. Авхачев, Ю. Б слияния и поглощения компаний новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство. М.: Научная книга, 2005.
3. Басовский Л.Е. Экономика отрасли. М.: Инфра-М, 2009.
4. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2012.
5. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс. Т. 1 / Пер. с англ. Под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 2001.
6. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М.: Альпина Паблишерз, 2010.
8. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. –
9. Князева Е. Н. Основания синергетики. СПб.: Алетейя, 2002.
10. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. М.: Дело, 2005.
11. Тимоти Дж. Галпин Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний. ИД Вильямс, 2005.
12. Федорова Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Дисс. канд. экон. наук. Москва, 2006.
13. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
14. Аникина И.Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений // Финансовый менеджмент. 2009. № 2. С. 47–53.
15. Григорян К. К. Анализ особенностей российского рынка слияний и поглощений // Вестник РЭУ им. Г. В. Плеханова. 2012. №4. С. 59–63.
16. Иванов А.Е. Предварительное обоснование целесообразности сделок слияния и поглощения на основе анализа иерархий возможных синергетических // Экономический анализ: теория и практика. 2013. №8(311). С. 39–47.
17. Иванов. А.Е. В поисках синергетического эффекта: российский рынок слияний и поглощений в 2005-2012 гг. // Экономический анализ: теория и практика. 2013. №41(344). С. 60–83.
18. Ищенко С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний // Конкурентоспособность и риски развития экономики севера. Материалы четвертого северного социально-экологического конгресса «Северное измерение глобальных проблем: первые итоги международного полярного года». 2008. С. 116–120.
19. Ищенко С. М. Формы проявления эффекта синергии от слияния и поглощения компаний // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2008. № 3. С. 81–90.
20. Лапшин П. П., Хачатуров А. Е. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях // Менеджмент в России и за рубежом. 2005. №2. С. 21–30.
21. Павловский М. Синергический эффект слияний: российская специфика // Слияния и поглощения. 2005. №1(23).
22. Платонов В.В. Финансовые аспекты интеллектуального капитала // Финансы и бизнес. 2006. №1. С. 98–110.
23. Самошкина М. В. Особенности развития российского рынка слияний и поглощений // Вопросы региональной экономики. 2011. №1(6). С. 24–31.
24. Скоч А.В. Синергетический эффект кластерообразующих инвестиций: методы количественной и качественной оценки // Менеджмент в России и за рубежом.2008. №3. С. 23–30.
25. Соколова Н.А. Загадки гудвилла // Финансы и бизнес. 2005. №3. С. 68–78.
26. Тихомиров Д.В. Подходы к оценке синергического эффекта в сделках по слияниям и поглощениям компаний // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. 2009. №2. С. 146-149.
27. Хасанова. Г.Ф., Буренина. И.В. Синергия как метод повышения эффективности деятельности компании // Электронный научный журнал «Нефтегазовое дело». 2011. № 6. С. 188–197.
28. Ferrer R.C. An empirical investigation of the effects of merger and acquisition on firms' profitability// Academy Of Accounting And Financial Studies Journal. 2012. Vol. 16. № 3. Pp. 31–55.
29. Itami H. Mobilizing invisible assets// London Harvard University Press. 1991. Pp. 186.
30. Jansen M.C. Self-interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory // Journal of Applied Corporate Finance. 1994. Vol. 7. N 2. P. 40-45.
31. Mehros N. Profitability analysis of mergers and acquisitions: an event study approach // Business and economic research. 2013. Vol. 3, № 1. Pp. 24.
32. Orsag S., McClure K. Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations// UTMS Journal Of Economics. 2013. Vol. 4. № 2. Pp. 71–77.
33. Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business. 1986. Vol. 2. N 59. P. 197–216.
34. Xia Z., & Xiuzhi Z. Strategic Analysis of Synergistic Effect on M&A of Volvo Car Corporation by Geely Automobile// I-Business. 2011. Vol. 3. № 1. Pp. 5–15.
35. Zollo M., Meier D. What is M&A performance?// The Academy Of Management Perspectives. 2013. Vol. 22. № 3. Pp. 55–77.
36. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения // Молодежный научный портал Ломоносов. URL: [www.rsso.su](http://www.rsso.su) (дата обращения 17.12.13).
37. Елькова О. Российский рынок слияний и поглощений вырос за год в 2,6 раза // Официальный сайт газеты Известия. URL: http://izvestia.ru/news/563075 (дата обращения 14.03.14).
38. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста // Управление компанией. – 2004. – №7. Корпоративный менеджмент [сайт] URL: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml> (дата обращения 18.12.13).
39. КПМГ представляет результаты исследования российского рынка слияний и поглощений в 2013 году // Официальный сайт компании KPMG. URL: <http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/KPMG-presents-MA-survey-2013.aspx> ( дата обращения 6.05.13).
40. Официальный сайт базы данных «Фонд Общественное Мнение». URL: <http://bd.fom.ru/report/cat/ekologija_otchet08> (дата обращения 13.12.13).
41. Официальный сайт ежемесячного аналитического журнала "Слияния & поглощения". URL: <http://www.ma-journal.ru/> (дата обращения 25.11.2013).
42. Официальный сайт информационного агентства АК-М. URL: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2013/12.htm> (дата обращения 13.04.14).
43. Официальный сайт информационного агентства Bloomberg. URL: http://www.bloomberg.com/ (дата обращения 12.02.14).
44. Официальный сайт Unilever Group. URL: <http://unilever.com/> (дата обращения 12.02.14).
45. Biswas, S. Unilever exploring options to restructure food business . URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/1a038836-0bb8-11e1-9310-00144feabdc0.html#axzz1wubRckbp> (дата обращения 14.04.14).
46. Kinnunen, J. Valuing M&A Synergies as (Fuzzy) Real Options// Institute for Advanced Management Systems Research. – 2010. URL: <http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf> (дата обращения 15.11.13).
47. Riley, J. A business that really takes acquisitions and disposals seriously. URL: <http://www.tutor2u.net/blog/index.php/business-studies/comments/a-business-that-really-takes-acquisitions-and-disposals-seriously> (дата обращения 05.05.14).

Приложение А. Классификация типов M&A компаний[[58]](#footnote-58)



Приложение Б. [[59]](#footnote-59) Отраслевая сегментация российского рынка слияний и поглощений в 2013 году.



Приложение В. Блока-схема выбора метода оценки синергии**[[60]](#footnote-60)**



1. Елькова О. Российский рынок слияний и поглощений вырос за год в 2,6 раза // Официальный сайт газеты Известия. URL: http://izvestia.ru/news/563075 (дата обращения 14.03.14) [↑](#footnote-ref-1)
2. КПМГ представляет результаты исследования российского рынка слияний и поглощений в 2013 году // Официальный сайт компании KPMG. URL: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/KPMG-presents-MA-survey-2013.aspx ( дата обращения 6.05.13). [↑](#footnote-ref-2)
3. Иванов. А.Е. В поисках синергетического эффекта: российский рынок слияний и поглощений в 2005-2012 гг.// Экономический анализ: теория и практика. – 2013. – №41(344). – С. 62. [↑](#footnote-ref-3)
4. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения// Молодежный научный портал Ломоносов. URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-4)
5. Самошкина М. В. Особенности развития российского рынка слияний и поглощений // Вопросы региональной экономики. - №1(6). – 2011. – С. 31 . [↑](#footnote-ref-5)
6. Басовский Л.Е. Экономика отрасли. – М.: Инфра-М, 2009. – С. 74. [↑](#footnote-ref-6)
7. Xia Z., & Xiuzhi Z. Strategic Analysis of Synergistic Effect on M&A of Volvo Car Corporation by Geely Automobile// I-Business. – 2011. – Vol. 3. – № 1. – Pp. 5. [↑](#footnote-ref-7)
8. Jansen M.C. Self-interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory// Journal of Applied Corporate Finance. 1994. Vol. 7. N 2. P. 40-45. [↑](#footnote-ref-8)
9. Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers// Journal of Business. 1986. Vol. 2. N 59. P. 197–216. [↑](#footnote-ref-9)
10. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 257 с. [↑](#footnote-ref-10)
11. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения // Молодежный научный портал Ломоносов. [сайт] URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-11)
12. Ferrer R.C. An empirical investigation of the effects of merger and acquisition on firms' profitability// Academy Of Accounting And Financial Studies Journal. – 2012. – Vol. 16. – № 3. – Pp. 34. [↑](#footnote-ref-12)
13. Orsag S., McClure K. Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations // UTMS Journal Of Economics. – 2013. – Vol. 4. – № 2. – Pp. 73 [↑](#footnote-ref-13)
14. Zollo M., Meier D. What is M&A performance? // The Academy Of Management Perspectives. – 2013. – Vol. 22. – № 3. – Pp. 53. [↑](#footnote-ref-14)
15. Иванов А.Е. Предварительное обоснование целесообразности сделок слияния и поглощения на основе анализа иерархий возможных синергетических // Экономический анализ: теория и практика. – 2013. №8(311). – С. 42. [↑](#footnote-ref-15)
16. Платонов В.В. Финансовые аспекты интеллектуального капитала // Финансы и бизнес. – 2006. – №1. – С. 104. [↑](#footnote-ref-16)
17. Соколова Н.А. Загадки гудвилла // Финансы и бизнес. – 2005. – №3. – С. 68. [↑](#footnote-ref-17)
18. Тихомиров Д.В. Подходы к оценке синергического эффекта в сделках по слияниям и поглощениям компаний// Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2009. – №2. – С. 146. [↑](#footnote-ref-18)
19. Князева, Е. Н. Основания синергетики. – СПб.: Алетейя, 2002. – 307 с. [↑](#footnote-ref-19)
20. Mehros N. Profitability analysis of mergers and acquisitions: an event study approach // Business and economic research. – 2013. – Vol. 3, – № 1. – Pp. 24. [↑](#footnote-ref-20)
21. Григорян К. К. Анализ особенностей российского рынка слияний и поглощений // Вестник РЭУ им. Г. В. Плеханова. – 2012. – №4. – С. 60. [↑](#footnote-ref-21)
22. КПМГ представляет результаты исследования российского рынка слияний и поглощений в 2013 году // Официальный сайт компании KPMG. URL: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/KPMG-presents-MA-survey-2013.aspx ( дата обращения 6.05.13). [↑](#footnote-ref-22)
23. КПМГ представляет результаты исследования российского рынка слияний и поглощений в 2013 году // Официальный сайт компании KPMG. URL: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/KPMG-presents-MA-survey-2013.aspx ( дата обращения 6.05.13). [↑](#footnote-ref-23)
24. КПМГ представляет результаты исследования российского рынка слияний и поглощений в 2013 году // Официальный сайт компании KPMG. URL: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/KPMG-presents-MA-survey-2013.aspx ( дата обращения 6.05.13). [↑](#footnote-ref-24)
25. Тихомиров Д.В. Подходы к оценке синергического эффекта в сделках по слияниям и поглощениям компаний // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2009. – №2. – С. 146. [↑](#footnote-ref-25)
26. Аникина И.Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений // Финансы и бизнес. – 2009. – № 2. – С. 47. [↑](#footnote-ref-26)
27. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения // Молодежный научный портал Ломоносов. URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-27)
28. Лапшин П. П., Хачатуров А. Е. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях// Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – №2. – С. 27. [↑](#footnote-ref-28)
29. Itami H. Mobilizing invisible assets // London Harvard University Press. –1991. – Pp. 79. [↑](#footnote-ref-29)
30. Авхачев, Ю. Б. Международные слияния и поглощения компаний новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство. – М.: Научная книга, 2005. – 86 с. [↑](#footnote-ref-30)
31. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с.. [↑](#footnote-ref-31)
32. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Альпина Паблишерз, 2010. - 931 с. [↑](#footnote-ref-32)
33. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 348 с. [↑](#footnote-ref-33)
34. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2012. – 452 с. [↑](#footnote-ref-34)
35. Ищенко С. М. Формы проявления эффекта синергии от слияния и поглощения компаний // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. – 2008. – № 3. – С. 82. [↑](#footnote-ref-35)
36. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с. [↑](#footnote-ref-36)
37. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. – М.: Альпина Паблишерз, 2010. – 931 с. [↑](#footnote-ref-37)
38. Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с. [↑](#footnote-ref-38)
39. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 512 с. [↑](#footnote-ref-39)
40. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 512 с. [↑](#footnote-ref-40)
41. Аникина И.Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений // Финансовый менеджмент. 2009. – 49 с. [↑](#footnote-ref-41)
42. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 216 с. [↑](#footnote-ref-42)
43. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 128 с [↑](#footnote-ref-43)
44. Ferrer R.C. An empirical investigation of the effects of merger and acquisition on firms' profitability// Academy Of Accounting And Financial Studies Journal. – 2012. – Vol. 16. – № 3. – Pp. 31–55. [↑](#footnote-ref-44)
45. Orsag S., McClure K. Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations// UTMS Journal Of Economics. – 2013. – Vol. 4. – № 2. – Pp. 71–77. [↑](#footnote-ref-45)
46. Kinnunen, J. Valuing M&A Synergies as (Fuzzy) Real Options// Institute for Advanced Management Systems Research. – 2010. URL: http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf> (дата обращения 15.11.13). [↑](#footnote-ref-46)
47. Xia Z., & Xiuzhi Z. Strategic Analysis of Synergistic Effect on M&A of Volvo Car Corporation by Geely Automobile// I-Business. – 2011. – Vol. 3. – № 1. – Pp. 5–15. [↑](#footnote-ref-47)
48. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения// Молодежный научный портал Ломоносов. URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-48)
49. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения// Молодежный научный портал Ломоносов. URL: www.rsso.su (дата обращения 17.12.13). [↑](#footnote-ref-49)
50. Ищенко С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний // Конкурентоспособность и риски развития экономики севера. Материалы четвертого северного социально-экологического конгресса «Северное измерение глобальных проблем: первые итоги международного полярного года». – 2008. – С. 116. [↑](#footnote-ref-50)
51. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста // Управление компанией. – 2004. – №7. Корпоративный менеджмент. URL: http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml (дата обращения 18.12.13). [↑](#footnote-ref-51)
52. Федорова Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Дисс. канд. экон. наук. – Москва. – 2006. [↑](#footnote-ref-52)
53. Riley, J. A business that really takes acquisitions and disposals seriously. URL: http://www.tutor2u.net/blog/index.php/business-studies/comments/a-business-that-really-takes-acquisitions-and-disposals-seriously (дата обращения 05.05.14) [↑](#footnote-ref-53)
54. Официальный сайт Unilever Group. URL: <http://unilever.com/> (дата обращения 12.02.14) [↑](#footnote-ref-54)
55. Официальный сайт информационного агентства Bloomberg. URL: <http://www.bloomberg.com/> (дата обращения 12.02.14) [↑](#footnote-ref-55)
56. Biswas, S. Unilever exploring options to restructure food business . URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/2/1a038836-0bb8-11e1-9310-00144feabdc0.html#axzz1wubRckbp (дата обращения 14.04.14) [↑](#footnote-ref-56)
57. Официальный сайт базы данных «Фонд Общественное Мнение». URL: http://bd.fom.ru/report/cat/ekologija\_otchet08 (дата обращения 13.12.13) [↑](#footnote-ref-57)
58. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний //Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. -№1. – С.30 [↑](#footnote-ref-58)
59. Официальный сайт информационного агентства АК-М. URL: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2013/12.htm> (дата обращения 13.04.14) [↑](#footnote-ref-59)
60. Скоч А.В. Синергетический эффект кластерообразующих инвестиций: методы количественной и качественной оценки //Менеджмент в России и за рубежом.– 2008. – №3. [↑](#footnote-ref-60)