

УДК 658

UDC 658

**ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СТРАТЕГИИ  
ИНТЕГРАЦИОННЫХ СДЕЛОК ЧЕРЕЗ  
ОЦЕНКУ ИЗМЕНЕНИЯ ПОТЕНЦИАЛА  
ПРЕДПРИЯТИЯ**

**EFFECTIVENESS EVALUATION OF  
INTEGRATION DEALS STRATEGY TROUGH  
EVALUATION OF CHANGING'S POTENTIAL  
OF A COMPANY**

Александров Игорь Николаевич  
к.э.н.  
*Санкт-Петербургский государственный  
политехнический университет, Санкт-Петербург,  
Россия*

Aleksandrov Igor Nikolaevich  
Cand.Econ.Sci.  
*St. Petersburg State Polytechnic University, St.  
Petersburg, Russia*

Фёдорова Марина Юрьевна  
*Институт экономики Карельского научного  
центра РАН, Петрозаводск, Республика Карелия,  
Россия*

Fedorova Marina Yurievna  
*Institute of Economics KARELIAN RESEARCH  
CENTER of the Russian Academy of Sciences  
Petrozavodsk, Russia*

В статье рассматриваются стратегические значимые сделки слияния и поглощения хозяйствующих субъектов. Предлагается подход оценки потенциала хозяйствующего субъекта и оценки приращения потенциала хозяйствующего субъекта -инициатора интеграции в результате поглощения (слияния)

Significant strategic deals, merges and absorptions of economic entities are revised in the article. The project's potential model for evaluation of an economic entity's potential and evaluation of an economic entity's increment as an integration initiator resulted by a merger (an absorption)

Ключевые слова: ПОТЕНЦИАЛ, СЛИЯНИЯ,  
ПОГЛОЩЕНИЯ, СТРАТЕГИЯ

Keywords: POTENTIAL, MERGERS,  
ABSORPTION, STRATEGY

Финансовый кризис и его последствия отразился на всех сферах мировой экономики в частности на сделках по слияниям и поглощениям, количество которых в последние годы в нашей стране постоянно росло. С одной стороны кризис затруднил использование для слияний и поглощений относительно легкодоступного и дешевого заемного капитала, а многие заявленные сделки были приостановлены или даже отменены в связи с общей неопределенностью. С другой стороны интеграционные сделки часто становятся единственным способом привлечения средств для рефинансирования или поддержки запланированных проектов.

В данной статье предлагается механизм оценки интеграционных сделок на основе оценки изменения потенциала предприятия-инициатора интеграции.

Поглощения и слияния являются важным элементом стратегического управления хозяйствующим субъектом, которое осуществляется в интересах повышения его потенциала и обеспечения его стратегической неуязвимости[2].

Потенциал хозяйствующего субъекта формирует рыночную стоимость данного субъекта, которая принципиально может определяться непосредственно рыночным путем или аналитически. В развитие доходного подхода к оценке бизнеса [1] предлагается при оценке потенциала хозяйствующего субъекта учитывать сумму чистых приведенных стоимостей *наиболее предпочтительных проектов (НПП)* и *потенциальную остаточную стоимость (ПОС)* данного субъекта на конец периода планирования по проектам:

$$P^k = B^k + S^k, \quad (1)$$

где  $P^k$  - потенциал хозяйствующего субъекта  $k$ ;  $B^k$  - сумма чистых приведенных стоимостей *наиболее предпочтительных проектов* для хозяйствующего субъекта  $k$ ;  $S^k$  - *потенциальная остаточная стоимость* хозяйствующего субъекта  $k$  на конец периода планирования (чистые приведенные стоимости НПП не включают поток от продажи активов в конце периода планирования, так как данный поток учитывается при расчете ПОС).

Наиболее предпочтительные проекты - это проекты с наибольшим предполагаемым суммарным  $NPV$ , эвристически выбранные экспертами. В качестве НПП, чистые приведенные стоимости которых за заданный интервал планирования определяют потенциал ( $P^k$ ) хозяйствующего субъекта  $k$ , предлагается рассматривать следующие группы проектов: группа М1 (действующие) - традиционные проекты хозяйствующего субъекта ( $m11, \dots, m1w$ ), реализуемые на момент оценки; группа М2 (запланированные проекты) - проекты хозяйствующего субъекта ( $m21, \dots, m2q$ ), запланированные к реализации; группа М3 (потенциальные

проекты)- проекты ( $m_{31}, \dots, m_{3g}$ ), реализация которых хозяйствующим субъектом возможна.

Таким образом,  $B^k$ - сумма чистых приведенных стоимостей *наиболее предпочтительных проектов* для хозяйствующего субъекта рассчитывается по формуле:

$$B^k = \sum_{i=1}^w NPV(m_{1i}) + \sum_{j=1}^q NPV(m_{2j}) + \sum_{t=1}^g NPV(m_{3t}), \quad (2)$$

где  $\sum_{i=1}^w NPV(m_{1i})$ ,  $\sum_{j=1}^q NPV(m_{2j})$  и  $\sum_{t=1}^g NPV(m_{3t})$  – суммы чистых приведенных стоимостей  $w$  действующих,  $q$  запланированных и  $g$  потенциальных проектов хозяйствующего субъекта.

Именно такое разделение суммарного денежного потока на потоки от каждого отдельного проекта может позволить достаточно критически подойти к их прогнозированию и оценить риски каждого в отдельности.

Стоимость высокотехнологичной компании  $S^k$  на конец периода планирования по проектам (ПОС) должна превосходить только чистую стоимость активов из-за вероятно высокой стоимости интеллектуального капитала. Предлагается рассчитывать  $S^k$  как произведение дисконтированной рыночной стоимости чистых активов ( $A_1^k$ ) на конец периода планирования (без учета денежных средств) и *коэффициента эффективности использования активов* ( $\alpha^k$ ):

$$S^k = A_1^k * \alpha^k, \quad (3)$$

$$\alpha^k = \eta * \frac{B^k}{A^k}, \quad (4)$$

где  $\alpha^k$  - коэффициент эффективности использования активов;  $B^k$  - сумма чистых приведенных стоимостей *НПП* для хозяйствующего субъекта  $k$ ;  $S^k$  - *потенциальная остаточная стоимость* хозяйствующего субъекта  $k$  на конец периода планирования;  $A^k$  – стоимость чистых активов на момент оценки;  $A_1^k$  – дисконтированная стоимость чистых активов на конец периода

планирования (без учета денежных средств);  $\eta$  - поправочный коэффициент учитывающий сохранение профиля деятельности хозяйствующего субъекта после окончания прогнозного периода ( $0 \leq \eta \leq 1$ ).

Коэффициент  $\alpha^k$  отражает отдачу начальных активов субъекта хозяйствования, он показывает во сколько раз доходы ( $B^k$ ), которые субъект может формировать с помощью данных активов ( $A^k$ ) за некий выбранный период планирования, превосходят эти активы. Предполагается, что активы, оставшиеся у компании на конец периода планирования по проектам ( $A_1^k$ ) могут в дальнейшем эффективно использоваться, а ПОС субъекта ( $S^k$ ) равна произведению  $\alpha^k$  на  $A_1^k$ . Таким образом появляется возможность учесть интеллектуальный капитал субъекта на конец периода планирования. Поправочный коэффициент  $\eta$  при расчете  $\alpha^k$  учитывает возможное сохранение профиля деятельности хозяйствующего субъекта после окончания прогнозного периода и равен прогнозируемой доле продаж по рассматривавшимся ранее проектам от общего объема продаж данного субъекта в следующем году после окончания прогнозного периода ( $0 \leq \eta \leq 1$ ). В случае, когда коэффициент  $\alpha^k$  в результате расчета получается меньше единицы, его значение при расчете потенциала принимается за единицу.

Таким образом, потенциал хозяйствующего субъекта можно рассчитывать по формуле (5):

$$P^k = B^k + A_1^k * \eta * \frac{B^k}{A^k}, \quad (5)$$

Интервал планирования  $T$  составляет 5-10 лет (для разных отраслей его значение может изменяться).

На основании вышеперечисленных формул появляется возможность решать следующие базовые задачи: аналитической оценки потенциала

хозяйствующего субъекта; оценки эффективности процессов слияния хозяйствующих субъектов; оценки эффективности процессов поглощения хозяйствующих субъектов; оценки потерь хозяйствующего субъекта в результате продажи его активов.

Если оценить предполагаемый потенциал инициатора интеграции в стоимостном выражении после слияния или поглощения какой-либо компании-цели и его потенциал до интеграции, можно определить целесообразность сделки. В случае поглощения потенциал поглощающего предприятия - это потенциал объединенной компании. В случае слияния, потенциалом инициатора интеграции предлагается считать долю акционеров данного предприятия в объединенной компании.

Приращение потенциала при поглощении базовой структурой некоторой компании-цели предлагается рассчитывать по формуле (6):

$$\Delta P_n^k = B^{k+1} + A_1^{k+1} * \eta_1 * \frac{B^{k+1}}{A^{k+1}} - B^k - A_1^k * \eta_2 * \frac{B^k}{A^k}, \quad (6)$$

В случае объединения базовой структуры и компании-цели в виде слияния, предлагается оценивать приращение потенциала по формуле (7):

$$\Delta P_c^k = (B^{k+1} + A_1^{k+1} * \eta_1 * \frac{B^{k+1}}{A^{k+1}}) * d - B^k - A_1^k * \eta_2 * \frac{B^k}{A^k}, \quad (7)$$

где  $\Delta P_c^k$  - приращение потенциала базовой структуры при слиянии;  $\Delta P_n^k$  - приращение потенциала базовой структуры при поглощении;  $B^{k+1}$  - сумма чистых приведенных стоимостей  $v$  действующих,  $p$  запланированных и  $h$  потенциальных проектов объединенной компании;  $B^k$  - сумма чистых приведенных стоимостей  $w$  действующих,  $q$  запланированных и  $g$  потенциальных проектов базовой структуры;  $A_1^{k+1}$  - дисконтированная стоимость чистых активов объединенной компании на конец периода планирования (без учета денежных средств);  $A^{k+1}$  - стоимость чистых активов объединенной компании на момент оценки;  $A_1^k$  - дисконтированная стоимость чистых активов базовой структуры (без учета денежных

средств) на конец периода планирования;  $A^k$  – стоимость чистых активов базовой структуры на момент оценки;  $d$  – доля акционеров базовой структуры в объединенной компании;  $\eta_1, \eta_2$  – поправочные коэффициенты, учитывающие сохранение профиля деятельности хозяйствующего субъекта после окончания прогнозного периода.

Оценка эффективности продажи хозяйствующим субъектом своей части призвана дать возможность принятия решения о целесообразности сделки с учетом изменения потенциала продавца.

Предполагается, что некий хозяйствующий субъект  $l$  (называемый в дальнейшем компанией-целью) который является предметом интереса другого хозяйствующего субъекта  $k$  (именуемого в дальнейшем компанией- акцептором), претендующего на часть компании-цели и предлагающего за эту часть (называемую в дальнейшем  $z$ ) некоторую цену.

Для принятия решения о продаже своей части компании-цели необходимо оценить потери (приращение) своего потенциала от возможной сделки, через оценку исходного потенциала и прогнозируемого потенциала после сделки.

Необходимо определить группы проектов для компании – цели, которые будут отражать ее деятельность до продажи ее части (P1, P2, P3) и после продажи (R1, R2, R3):

- группа P1 (действующие проекты) - традиционные проекты компании-цели ( $p_{11}, \dots, p_{1f}$ ), реализуемые на момент оценки;
- группа P2 (запланированные проекты) - проекты компании-цели ( $p_{21}, \dots, p_{2d}$ ), запланированные к реализации;
- группа P3 (потенциальные проекты) - проекты ( $p_{31}, \dots, p_{3o}$ ) возможные к реализации компанией-целью.

- группа R1 (действующие проекты) - традиционные проекты компании-цели ( $r_{11}, \dots, r_{1u}$ ), которые смогут быть реализованы после продажи ее части;
- группа R2 (запланированные проекты) - проекты компании-цели ( $r_{21}, \dots, r_{2x}$ ), запланированные к реализации и возможные после продажи ее части;
- группа R3 (потенциальные проекты) - проекты ( $r_{31}, \dots, r_{3y}$ ) возможные к реализации компанией - целью после продажи ее части.

Очевидно, что от величины цены сделки будет зависеть разнообразие и масштаб проектов компании-цели после продажи ее части.

Соответственно потери (приращение) потенциала предлагается рассчитывать по формуле (8)

$$\Delta P_o^l = B^{l-z} + A_1^{l-z} * \eta_1 * \frac{B^{l-z}}{A^{l-z}} - B^l - A_1^l * \eta_2 * \frac{B^l}{A^l} \quad (8)$$

Если цена (обозначим ее S1) сделки обеспечивает полученное по формуле (8) значение изменения потенциала  $\geq 0$ , то сделка приемлема для компании цели.

Положенная в основу предлагаемого метода проектно- потенциальная модификация доходного подхода к оценке бизнеса обеспечивает принципиальную возможность эффективного применения метода в высокотехнологичных компаниях. В данных организациях, решающее значение при оценке потенциала имеет интеллектуальный капитал, достаточная длительность периодов разработки и внедрения принципиально новых технологий и реализации проектов, значительная неопределенность технологических оценок, внешнеполитические факторы и некоторые другие.

Поскольку потенциал хозяйствующего субъекта можно рассматривать в качестве вероятной рыночной стоимости этого субъекта, оценка потенциала позволяет оценивать интеллектуальный капитал компании:

$$W^k = P^k - A_m^k, \quad (8)$$

где  $W^k$  интеллектуальный капитал хозяйствующего субъекта  $k$ ;  $P^k$  – потенциал хозяйствующего субъекта  $k$ ;  $A_m^k$  – стоимость чистых материальных активов на момент оценки хозяйствующего субъекта  $k$ .

Для целей анализа инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта предлагается введение дополнительной характеристики интеллектуального капитала – коэффициента интеллектуальности ( $\gamma^k$ ) хозяйствующего субъекта. Предлагается следующий метод определения  $\gamma^k$ :

$$\gamma^k = P^k / A^k, \quad (9)$$

где  $\gamma^k$  – коэффициент интеллектуальности хозяйствующего субъекта  $k$ ;  $P^k$  – потенциал хозяйствующего субъекта  $k$ ;  $A^k$  – чистые активы хозяйствующего субъекта  $k$  на момент оценки.

### **Заключение**

Предлагаемый в статье расчётно-аналитический подход представляет собой процедуру оценки в стоимостном выражении эффекта от поглощения (слияния) одним хозяйствующим субъектом (базовой структурой) другого хозяйствующего субъекта (компании-цели). Процедура предлагаемого подхода называемого в дальнейшем проектно-доходным подходом предполагает, что эффект от интеграции выражается приращением потенциала инициатора интеграции.

Основные этапы оценки эффективности интеграции проектно-доходным подходом приведены ниже.



1. Ретроспективный анализ выручки от каждого из действующих проектов для хозяйствующих субъектов участвующих в интеграции;
2. Выявление множества действующих, запланированных, потенциальных проектов для базовой структуры;
3. Выявление множества действующих, запланированных, потенциальных проектов для объединенной компании;
4. Определение длительности прогнозного периода выбранного для оценки потенциалов объединенной компании и базовой структуры;
5. Прогноз инвестиций, доходов и расходов объединенной компании;
6. Определение ставок дисконтирования для оценки денежных потоков объединенной компании;
7. Расчет величин чистых приведенных стоимостей действующих, запланированных и потенциальных проектов объединенной компании;
8. Расчет потенциальной остаточной стоимости объединенной компании в конце периода планирования;
9. Оценка потенциала объединенной компании;
10. Прогноз инвестиций, доходов и расходов базовой структуры;
11. Определение ставок дисконтирования для оценки денежных потоков базовой структуры;
12. Расчет величин чистых приведенных стоимостей действующих, запланированных и потенциальных проектов базовой структуры;
13. Расчет потенциальной остаточной стоимости базовой структуры в конце периода планирования;
14. Оценка потенциала базовой структуры;

15. Определение разницы между потенциалом объединенной компании и потенциалом базовой структуры и выявление на его основе эффекта от интеграции.

### **Литература**

1. Александров И. Выбор стратегических решений при слияниях и поглощениях субъектов хозяйствования // Управление персоналом. Ученые записки. Кн III. Под ред. чл.-кор. РАЕН, д.э.н. проф. В.К. Потемкина. СПб.: изд. СПбУАП, 2005
2. Александров И.Н., Борискин А.В., О стратегическом управлении интегрированными финансово-промышленными структурами// Сб.«Экономические преобразования в России: проблемы и перспективы». СПб.:СПбГПУ, - 2002. -№3

### **References**

1. Aleksandrov I. Vybor strategicheskikh reshenij pri slijaniyah i pogloshheniyah sub#ektov hozjajstvovaniya // Upravlenie personalom. Uchenye zapiski. Kn III. Pod red. chl.-kor. RAEN, d.je.n. prof. V.K. Potemkina. SPb.: izd. SPbUAP, 2005
2. Aleksandrov I.N., Boriskin A.V., O strategicheskom upravlenii integrirovannymi finansovo-promyshlennymi strukturami// Sb.«Jekonomicheskie preobrazovaniya v Rossii: problemy i perspektivy». SPb.:SPbGPU, - 2002. -№3