

Регион: экономика и социология, 2009, № 1, с. 6–23

ОЦЕНКА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Р.М. Мельников

Российская академия государственной службы

Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект № 08-02-00-104)

Аннотация

Рассматриваются методические подходы к оценке коммерческой, общественной, народно-хозяйственной и региональной эффективности сделок по слиянию и поглощению компаний. С использованием модели опционной оценки стоимости собственного капитала Р. Мертона проводится сравнительный анализ горизонтальных и конгломератных слияний, анализируются противоречия между интересами менеджеров, собственников и кредиторов компаний. С позиций общественной, народно-хозяйственной и региональной эффективности исследуется компромисс между достижением операционной синергии и повышением рыночной власти объединенной компании, способствующий повышению цен и сокращению потребительского излишка. Определяются основные составляющие выгод и издержек сделок по слиянию и поглощению компаний для отдельных регионов и народного хозяйства в целом.

Ключевые слова: модель, опционная оценка, синергетический эффект, слияние, поглощение, сделка, компания, издержки, регион, народное хозяйство

Экономическое содержание сделок слияния и поглощения можно рассматривать с двух точек зрения: как вид корпоративной стратегии

и как вид инвестиций. В обоих случаях основным корпоративным эффектом, на достижение которого ориентирована сделка, является рост стоимости собственного капитала, инициированный реализацией синергетического эффекта объединения (см., например, [1]). В то же время результаты сделки с позиций оценки общественной и народно-хозяйственной эффективности представляются достаточно неоднородными и отражают последствия как в сфере сокращения реальных издержек производства, так и в сфере изменения конкурентной ситуации на рынке. Поскольку сделки слияния и поглощения можно рассматривать как вид инвестиций, для оценки их эффективности могут быть использованы стандартные методы оценки коммерческой и общественной эффективности инвестиционных проектов, адаптированные с учетом специфики данных сделок.

Формальная оценка коммерческой эффективности слияния или поглощения предполагает построение прогноза денежных потоков объединяющихся компаний при сохранении их независимости друг от друга, а также денежных потоков объединенной компании. Как правило, при оценке стоимости компаний методом дисконтирования денежных потоков выделяют два качественно различных периода: период быстрого роста и период стабильного роста. В течение периода быстрого роста компания использует сравнительные конкурентные преимущества, наращивает рыночную долю и получает экономическую прибыль. При переходе к бесконечному периоду стабильного роста эти конкурентные преимущества в значительной степени утрачиваются в связи с вероятным появлением новых конкурентов и новых технологий, а выручка и операционный доход компании начинают расти темпами, не превышающими темпов роста ВВП.

Синергия может повлиять на характеристики компаний как в фазе быстрого, так и в фазе стабильного роста, однако вероятность проявления различных видов синергетических эффектов в этих фазах будет разной. Можно ожидать, что финансовая синергия быстро проявится на самых первых шагах фазы быстрого роста и сохранит свое действие в течение периода стабильного роста, поскольку сам факт увеличения размеров компании и диверсификации ее операций позволяет осуществлять заемное финансирование на более выгодных условиях.

Синергия снижения затрат может быть достигнута только по мере реализации интеграционных мероприятий, и в течение первых шагов фазы быстрого роста она едва ли может быть существенной. В то же время можно рассчитывать на сохранение значительной части синергии снижения затрат и в течение фазы стабильного роста. Напротив, синергия роста может проявляться только в течение фазы быстрого роста, хотя на первых шагах этой фазы во многих случаях следует ожидать сокращения, а не повышения темпов роста бизнеса объединяющихся компаний вследствие объективных сложностей процесса интеграции. Таким образом, проявление многих синергетических эффектов требует времени, а некоторые эффекты не следует учитывать при моделировании фазы стабильного роста.

Стоимость каждой части объединенной компании после объединения можно описать уравнением вида

$$F^s = R_0 \prod_{t=1}^n (m_t - m_t)(1 - T) (d_t - d_t) (wc_t - wc_t) (fc_t - fc_t) \frac{1 - (1 - g - g)^t}{1 - (1 - k - k)^t} R_0 \prod_{t=1}^n (1 - g - g) \frac{1 - (1 - g_c - g_c)(m_c - m_c)(1 - T) (d_c - d_c) (wc_c - wc_c) (fc_c - fc_c)}{(k_c - k_c) (g_c - g_c) \prod_{t=1}^n (1 - k - k)}$$

где R_0 – выручка от продаж в базовом году; n – количество лет в фазе быстрого роста; m_t – чистая операционная маржа в году t без учета синергетических эффектов; m_t – прирост чистой операционной маржи в году t за счет синергии затрат; T – ставка налога на прибыль; d_t – отношение амортизации к выручке от продаж для года t без учета синергетических эффектов; d_t – относительное сокращение амортизации

в году t вследствие ликвидации избыточных активов с поправкой на амортизацию дополнительно создаваемых активов; wc_t – отношение инвестиций в прирост чистого оборотного капитала к выручке от продаж в году t без учета синергетических эффектов; wc_t – сокращение относительной потребности в чистом оборотном капитале в году t вследствие реализации синергетических эффектов; fc_t – отношение инвестиций в прирост основных фондов к выручке от продаж в году t без учета синергетических эффектов; fc_t – относительное высвобождение средств в году t вследствие продажи избыточных активов с поправкой на инвестиции в дополнительные активы; g_t – темп прироста выручки от продаж в году t без учета синергетических эффектов; g_t – прирост (сокращение) темпа прироста выручки от продаж вследствие расширения продуктовой линии и увеличения рыночной мощи; k_t – средневзвешенная стоимость привлечения капитала в году t ; k_t – понижение средневзвешенной стоимости капитала благодаря росту кредитоспособности объединенной компании; показатели с нижним индексом c – прогнозные характеристики первого года фазы стабильного роста.

Данное уравнение демонстрирует, что стоимость каждой части объединенной компании зависит как от значений отдельных компонентов синергии роста и затрат, так и от их распределения во времени. При этом наиболее значимое влияние на стоимость компании имеют те синергетические эффекты, сохранения которых можно ожидать в течение всего периода стабильного роста.

Чистый приведенный коммерческий эффект объединения с компанией B для акционеров поглощающей компании A определяется условием

$$E_{A B} F_A^S F_A D_A D_A F_B^S ME_B D_B D_B P_B X ,$$

где F_A^S – стоимость компании A с учетом синергетических эффектов; F_A – стоимость компании A без учета синергетических эффектов; D_A – рыночная стоимость долга компании A до объединения; D_A – прирост рыночной стоимости долга компании A после объединения; F_B^S – стоимость компании B с учетом синергетических эффектов; ME_B – рыночная стоимость собственного капитала компании B до объедине-

ния; D_B – рыночная стоимость долга компании B до объединения; D_B – прирост рыночной стоимости долга компании B после объединения; P_B – премия, уплаченная собственникам компании B ; X – издержки организации и проведения сделки.

Это уравнение показывает, что собственники поглощающей компании A получают остаточный доход от реализации синергетических эффектов после получения избыточных доходов от объединения собственниками компании B и кредиторами обеих компаний. В большинстве сделок собственники поглощаемой компании оказываются в значительно большем выигрыше по сравнению с собственниками компании поглощающей, поскольку вознаграждение в форме премии над текущей рыночной стоимостью собственного капитала P_B выплачивается им немедленно при совершении сделки и вне зависимости от того, удастся ли менеджменту объединенной компании обеспечить достижение выгод от синергии.

Как правило, существенно выигрывают от объединения и кредиторы обеих компаний. Во-первых, в результате объединения повышается кредитный рейтинг должника, что влечет за собой переоценку долговых требований исходя из более низкой премии за риск и более низкой процентной ставки по долговым обязательствам. Во-вторых, при многих схемах юридического оформления сделки в соответствии с нормами гражданского законодательства (т.е. при реорганизации консолидируемых компаний, которую одобрили общие собрания акционеров) кредиторы получают право требовать досрочного исполнения обязательств объединяющимися компаниями, что может быть очень выгодным для кредиторов при повышении общего уровня процентных ставок в экономике, когда номинальная стоимость долговых обязательств оказывается выше их текущей рыночной стоимости.

Выплата премии собственникам поглощаемой компании и трансферт стоимости в пользу кредиторов объединяющихся компаний существенно уменьшают коммерческую эффективность сделки для собственников поглощающей компании. Это может иметь негативные последствия по двум причинам. Во-первых, слияния, обеспечивающие реальный синергетический эффект и потенциально способные внести вклад в прирост общественного благосостояния, могут быть заблокированы. Во-вторых, менеджеры поглощающей компании, за-

интересованные в увеличении размеров управляемого бизнеса, могут получить стимулы к необоснованному завышению ожидаемых размеров синергетических эффектов, с тем чтобы сделку одобрили акционеры. В конечном итоге по мере выявления невозможности достижения запланированных выгод от синергии это может привести к заметному уменьшению стоимости акций и снижению благосостояния акционеров.

В качестве важного мотива слияний и поглощений часто рассматривается диверсификация, которая позволяет уменьшить дисперсию доходности активов объединенной компании. Однако роль диверсификации как фактора повышения экономической эффективности крупных компаний представляется довольно неоднозначной.

Для того чтобы дать сравнительную оценку горизонтального слияния, направленного на достижение операционной синергии, и конгломератного слияния, направленного на уменьшение дисперсии доходности активов, воспользуемся моделью нобелевского лауреата Р. Мертона [2], в которой собственный капитал компании интерпретируется как опцион колл на ее активы. Предположим, что долг компании имеет форму бескупонных облигаций со сроком погашения T . Пусть F_0 – стоимость активов компании в начальный момент времени; F_T – стоимость активов компании в момент времени T ; E_0 – стоимость собственного капитала компании в начальный момент времени; E_T – стоимость собственного капитала компании в момент времени T ; D – сумма выплат по долгу в момент времени T ; σ – среднеквадратическое отклонение темпов прироста активов компании. Если $F_T < D$, то в момент T компания вынуждена объявить себя банкротом. В таком случае стоимость собственного капитала становится равной нулю. Если $F_T > D$, то компания способна выплатить долг, а стоимость ее собственного капитала в момент T составит $F_T - D$. Таким образом, модель Мертона позволяет вычислить размер собственного капитала компании в момент T по формуле $E_T = \max(F_T - D, 0)$. Это значит, что собственный капитал можно рассматривать как опцион на покупку активов компании по цене исполнения, равной сумме долга. Отсюда стоимость собственного капитала в начальный момент времени можно вычислить по формуле Блэка – Шоулза:

$$E_0 = F_0 N(d_1) - De^{-rT} N(d_2).$$

Здесь r – безрисковая процентная ставка; N – функция распределения стандартизованного нормального закона; $d_1 = \frac{\ln(F_0 / D) + (r + \frac{\sigma^2}{2})T}{\sigma \sqrt{T}}$;

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}.$$

Стоимость долга в начальный момент времени равна $F_0 - E_0$, а вероятность банкротства – $N(-d_2)$.

Теперь проанализируем последствия слияния компании A со стоимостью активов 10 млрд руб. и компании B со стоимостью активов 5 млрд руб. Пусть номинальная сумма долга компании A составляет 8 млрд руб., компании B – 3 млрд руб., срок погашения долга для обеих компаний – 4 года. Среднеквадратическое отклонение темпов прироста активов компании A примем равным $\sigma_A = 20\%/г.$, а компании B – $\sigma_B = 30\%/г.$ Безрисковую ставку при сроке вложений, составляющем 4 года, будем считать равной 8% годовых.

Пусть в случае варианта горизонтального слияния стоимость активов объединенной компании повышается в момент слияния на 5% вследствие ожиданий реализации эффекта операционной синергии, а в случае варианта конгломератного слияния она оказывается равной сумме стоимостей активов объединяющихся компаний. Коэффициент корреляции темпов прироста активов в случае горизонтального слияния будем считать равным $\rho_H = 0,9$, а в случае конгломератного слияния – $\rho_V = 0,1$. Из заданных параметров следует, что основным мотивом горизонтального слияния является достижение операционной синергии, а основным мотивом конгломератного слияния – стабилизация темпов прироста активов за счет диверсификации, а также естественного хеджа, обусловленного тем, что прибыль компаний по-разному реагирует на изменения макроэкономических условий.

В случае горизонтального слияния среднеквадратическое отклонение темпов прироста активов объединенной компании составит

$$\sigma_{ABH} = \sqrt{w_A^2 \frac{\sigma_A^2}{A} + w_B^2 \frac{\sigma_B^2}{B} + 2 \rho_H w_A w_B \frac{\sigma_A \sigma_B}{A B}} = 22,75\%, \text{ где } w_A - \text{доля}$$

активов компании A в активах объединенной компании; w_B – доля ак-

Сравнительная оценка последствий горизонтального и конгломератного слияний при использовании предположений модели Мертона

Вариант	Стоимость собственного капитала, млн руб.	Вероятность банкротства, %
Компания <i>A</i>	4312	12,35
Компания <i>B</i>	2894	13,90
Горизонтальное слияние	7912	10,30
Конгломератное слияние	7042	3,37

тивов компании *B* в активах объединенной компании. В случае конгломератного слияния среднее квадратическое отклонение темпов прироста активов объединенной компании составит ABC 15,85%. Полученные оценки стоимости собственного капитала компаний и вероятности банкротства приведены в таблице.

Результаты расчетов показывают, что при принятых допущениях горизонтальное слияние обеспечивает повышение стоимости собственного капитала объединенной компании относительно суммарной стоимости собственного капитала неинтегрированных компаний на 9,79% вследствие синергетического эффекта. При этом обеспечивается небольшое снижение вероятности банкротства объединенной компании по сравнению с вероятностью банкротства каждой из неинтегрированных компаний. Напротив, конгломератное слияние приводит к снижению стоимости собственного капитала объединенной компании относительно суммы стоимостей собственного капитала неинтегрированных компаний на 2,27%. Это обусловлено тем, что вероятность значительного роста стоимости активов, определяющая размер опционной премии, при конгломератном слиянии существенно уменьшается вследствие диверсификации и снижения среднее квадратического отклонения темпов прироста активов. В то же время вероятность банкротства при конгломератном слиянии снижается гораздо более значительно, чем при горизонтальном.

Полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что горизонтальные и конгломератные слияния в разной степени способству-

ют достижению интересов различных стейкхолдеров компании. Собственники компаний выигрывают при горизонтальных слияниях за счет реализации эффекта операционной синергии, но проигрывают при конгломератных слияниях в связи с ограничением потенциала роста доходов и активов. Менеджеры поглощающих компаний в случае горизонтального объединения выигрывают за счет получения бонусов за прирост рыночной стоимости собственного капитала компании, а в случае конгломератного объединения – за счет увеличения объемов управляемого бизнеса, позволяющего рассчитывать на рост платы за управление, а также за счет снижения вероятности банкротства, а тем самым и вероятности потери престижных и высокооплачиваемых рабочих мест. Кредиторы выигрывают как при горизонтальных, так и при конгломератных слияниях, поскольку вероятность банкротства заемщика снижается, однако выигрыш вследствие повышения финансовой устойчивости заемщика в случае конгломератного слияния является более существенным.

Таким образом, явно просматривается конфликт интересов менеджеров и собственников. Этот конфликт наиболее четко выражен в случае публичных компаний с большим числом миноритарных акционеров, которые имеют возможность диверсифицировать свои активы и минимизировать несистематические риски, связанные с вероятностью банкротства отдельного эмитента акций. В то же время в случае непубличных компаний, активы собственников которых не диверсифицированы и для которых банкротство принадлежащей им компании представляет собой катастрофическое событие, интересы менеджеров и собственников лучше согласуются друг с другом.

Помимо достижения операционной и финансовой синергии важным стимулом для слияний и поглощений, особенно горизонтальных, является усиление конкурентной мощи и рыночной власти объединенной компании. Результатом подобных объединений могут являться повышение рыночных цен и сокращение объемов производства, негативно отражающиеся на общественном благосостоянии.

Классический подход к оценке общественной эффективности слияний и поглощений с учетом изменения конкурентной ситуации на

рынке производимой продукции был предложен О. Уильямсоном [3]. Суть его заключается в том, чтобы сопоставлять сокращение потребительского излишка, обусловленное повышением цен и уменьшением объема производства в результате трансформации рыночной структуры после слияния, с экономией затрат, обусловленной операционной синергией слияния. Несмотря на негативные эффекты на потребительском рынке, горизонтальное слияние может быть признано общественно эффективным, если прирост излишка производителя в результате слияния превышает сокращение потребительского излишка.

Проиллюстрируем подход Уильямсона рисунком. Пусть отрасль, в которой происходит горизонтальное слияние, производит однородный товар с не зависящими от объема выпуска удельными издержками производства, равными AC_1 до слияния. После слияния удельные издержки снижаются до AC_2 вследствие проявления эффектов операционной синергии. Рассмотрим возможные сценарии изменения условий конкуренции после слияния.

Сценарий 1 – переход от совершенной конкуренции к монополии. Этот сценарий был рассмотрен М. Депрано и Дж. Ньюдженом в их

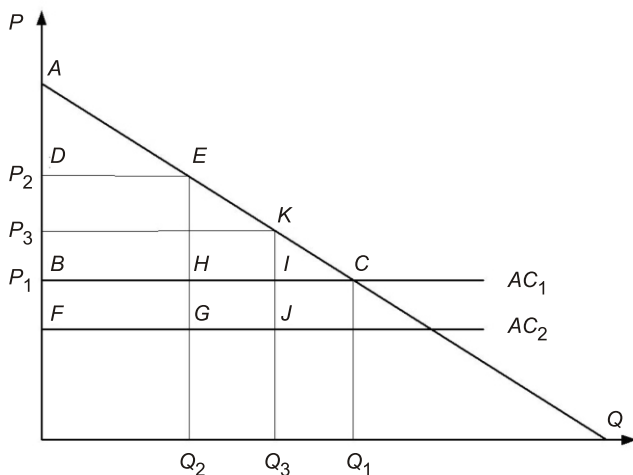


Схема анализа общественной эффективности слияний О. Уильямсона

критическом комментарии к статье О. Уильямсона [4]. В данном сценарии общественное благосостояние до слияния определяется потребительским излишком при цене совершенной конкуренции P_1 , который на рисунке отображается треугольником ABC . В условиях совершенной конкуренции излишка производителя не существует.

После слияния издержки производства падают вследствие операционной синергии и устанавливается монопольная цена P_2 в результате изменения функции предельного дохода объединенной компании. Теперь общественное благосостояние равно сумме сократившегося потребительского излишка, представленного треугольником ADE , и образовавшегося излишка производителя, представленного прямоугольником $DEGF$. Отсюда изменение уровня общественного благосостояния вследствие слияния равно разности между площадью прямоугольника $BHGF$ и площадью треугольника $EHС$. Таким образом, при оценке общественной эффективности горизонтального слияния необходимо сопоставлять экономию затрат при уровне производства, достигнутом после слияния (площадь прямоугольника $BHGF$), с чистыми потерями от сокращения потребления (площадь треугольника $EHС$). Для того чтобы горизонтальное слияние могло быть признано общественно эффективным при переходе от совершенной конкуренции к чистой монополии, требуется очень существенное сокращение удельных затрат, которое на практике является труднодостижимым даже при наличии операционной синергии.

Сценарий 2 – переход от совершенной конкуренции к «частичной монополии». Именно этот сценарий был рассмотрен Уильямсоном. Исследователь исходил из того, что слияние действительно усиливает рыночную власть объединенной компании, однако не ведет к экстремальному случаю чистой монополии. Принимая решение о возможном изменении цены, объединенная компания должна учитывать риск входа в отрасль новых компаний. Поэтому, согласно Уильямсону, объединенная компания будет следовать стратегии ограниченного повышения цены, рассматривая потенциальных конкурентов как конкурентов фактических.

Применительно к рисунку это означает, что после слияния объединенная компания поднимет цену не до уровня P_2 , а до уровня P_3 , значительно более низкого, чем в случае ценообразования в условиях чистой монополии. При этом выпуск установится на уровне Q_3 , более высоком, чем при чистой монополии, а экономия затрат вследствие операционной синергии будет представлена площадью прямоугольника $BIJF$. Степень общественной эффективности или неэффективности слияния зависит от соотношения между площадью прямоугольника $BIJF$ и площадью треугольника KIC .

При незначительном повышении цен даже небольшая экономия удельных затрат будет приводить к приросту общественного благосостояния, а значит, горизонтальное слияние окажется общественно эффективным. Поэтому Уильямсон пришел к выводу о том, что большинство горизонтальных слияний, вопреки общепринятому мнению, приводят к приросту, а не к снижению общественного благосостояния.

Формирование теоретической базы оценки общественной эффективности горизонтальных слияний требует рассмотрения еще одного сценария, для которого начальное состояние рыночной структуры не является совершенно конкурентным. Допустим, что в начальный момент времени существует возможность для получения экономической прибыли и сложившийся уровень цен превышает предельные и средние издержки. На рисунке это состояние можно отобразить точкой K с ценой P_3 и объемом производства Q_3 , которая уже использовалась для характеристики «частичной монополии» при изложении позиции Уильямсона. Теперь предположим, что происходит слияние, которое повышает рыночную власть объединенной компании и ведет к повышению цены до уровня P_2 и сокращению выпуска до уровня Q_2 , а также обеспечивает достижение эффекта операционной синергии и приводит к снижению удельных издержек с AC_1 до AC_2 .

В этом сценарии изменение уровня общественного благосостояния представлено разностью между площадью трапеции $AKIB$, отражающей сумму излишков потребителей и производителей до слияния, и площадью трапеции $AEGF$, отражающей сумму излишков потребителей и производителей после слияния. Отсюда общественная

эффективность или неэффективность слияния определяются соотношением между экономией от сокращения удельных издержек при объеме выпуска после слияния, представленной площадью прямоугольника *BHGF*, и чистыми совокупными потерями потребителей и производителей от сокращения выпуска, представленными площадью трапеции *EKIH*.

Методология анализа, предложенная Уильямсоном, позволяет формулировать строго корректные суждения о степени общественной эффективности горизонтального слияния при условии, что в слиянии участвуют все фирмы отрасли. Однако на практике слияния затрагивают лишь очень небольшую часть фирм отрасли. В то же время общая логика анализа компромисса между экономией издержек вследствие операционной синергии и потерями в излишке потребителей (а в случае рынка, не являющегося совершенно конкурентным, и в излишке производителей), обусловленными сокращением выпуска, может быть использована и при оценке слияния двух компаний, которое приводит к небольшому сокращению совокупного выпуска отрасли, а также к уменьшению удельных издержек объединенной компании. При этом общественный выигрыш от слияния равен произведению сокращения удельных издержек объединенной компании на объем выпуска объединенной компании после слияния, а общественные потери от слияния равны произведению средней прибыли на единицу выпуска объединяющихся компаний до и после слияния в предположении, что сохраняется прежний уровень удельных издержек на сокращение выпуска объединенной компании в результате слияния. При этом выгоды и издержки должны соизмеряться с учетом фактора времени, т.е. с использованием процедуры дисконтирования.

Необходимо также иметь в виду, что при оценке народно-хозяйственной эффективности горизонтальных слияний и поглощений в условиях глобализации мировой экономики в некоторых случаях схема анализа Уильямсона становится неприменимой. Если объединяющиеся компании реализуют свою продукцию преимущественно на внешнем рынке, то возможное сокращение потребительского излишка следует учитывать при оценке общественной эффективности

в масштабах всей мировой экономики, но не при оценке народно-хозяйственной эффективности, когда принимаются во внимание только выгоды и издержки субъектов внутренней экономики. Если объединяющиеся компании реализуют свою продукцию преимущественно на внутреннем рынке, но испытывают сильную конкуренцию со стороны иностранных производителей, то сокращение потребительского излишка необходимо учитывать на стороне издержек слияния, однако выгоды от слияния включают не только экономию издержек вследствие эффекта операционной синергии, но и перераспределение добавленной стоимости от зарубежных производителей к отечественным.

Помимо уменьшения потребительского излишка негативным последствием слияния (причем не обязательно горизонтального) может являться сокращение персонала объединяющихся компаний. Это может быть как результатом коммерчески целесообразной реструктуризации, предусматривающей сокращение штата дублирующих штабных подразделений при сохранении или даже увеличении объема выпуска, так и результатом уменьшения выпуска при повышении цен в случае горизонтального слияния, обеспечивающего усиление рыночной власти объединенной компании.

Если с точки зрения коммерческой эффективности сделки сокращение персонала и снижение общих расходов на оплату труда являются позитивным синергетическим эффектом, то с точки зрения общественной эффективности слияния они достаточно неоднозначны. В условиях, когда безработица носит чисто фрикционный характер, сокращение персонала объединенной компании означает высвобождение трудовых ресурсов для альтернативных направлений использования. Поэтому экономия расходов на оплату труда объединенной компании вследствие сокращения персонала может рассматриваться как позитивный эффект слияния.

В то же время при наличии серьезной циклической и структурной безработицы сокращение персонала и экономия на выплате заработной платы представляют собой трансферт благосостояния от наемных работников к собственникам компании, который не следует включать в состав выгод от слияния при оценке общественной эффективности.

Более того, сокращение персонала объединяющейся компании генерирует значительные социальные издержки и влечет за собой дополнительные расходы бюджета на реализацию программ профессиональной переподготовки и выплаты пособий, и все это необходимо учитывать в составе издержек слияния.

При этом даже при оценке коммерческой эффективности слияния следует принимать во внимание, что сокращение персонала и фонда заработной платы является источником не только экономии, но также рисков и издержек. Отрицательное восприятие перемен и ожидание будущих сокращений могут оказать крайне негативное влияние на психологический климат и привести к непредвиденному снижению производительности труда и торможению хода интеграционного процесса, а также к нежелательной потере наиболее ценных сотрудников поглощаемой компании.

В целом общественная эффективность сделок слияния и поглощения определяется соотношением издержек и выгод, характеризующих объединение компаний, для общества с учетом фактора времени. В качестве основных издержек слияния, которые следует принимать к учету при оценке общественной эффективности, можно выделить

- инвестиции в проекты, позволяющие обеспечить экономию реальных затрат на производство единицы продукции, за вычетом поступлений от реализации высвобождаемых избыточных активов;
- уменьшение потребительского излишка (и частично излишка производителя) вследствие сокращения объема производства при горизонтальном слиянии;
- расходы бюджета на профессиональную переподготовку и выплату пособий при сокращении персонала в условиях высокой циклической и структурной безработицы.

Основным экономическим эффектом слияния с позиций общества в целом является экономия реальных затрат в результате достижения операционной синергии. Синергию роста при оценке общественной эффективности слияния учитывать не следует в связи с отрицательными косвенными эффектами, симметрично отражающимися на пер-

спективах развития конкурентов объединяющихся компаний. Финансовая синергия также не влияет на оценки общественной эффективности объединения вследствие ее преимущественно перераспределительного характера.

Для приведения разновременных издержек и выгод к текущему моменту времени вместо средневзвешенной стоимости капитала следует использовать общественную норму дисконта. Если приведенная стоимость выгод от слияния превышает приведенную стоимость издержек, слияние может быть признано общественно эффективным.

Оценка общественной эффективности слияния или поглощения отражает целесообразность объединения компаний с учетом интересов общества в целом вне зависимости от круга субъектов, которые получают выгоды и несут издержки объединения. Однако при оценке народно-хозяйственной и региональной эффективности учет распределения выгод и издержек объединения между различными экономическими агентами может оказать существенное влияние на результирующий вывод об экономической целесообразности сделки. Прежде всего это касается учета изменения потребительского излишка при реализации продукции на внешних рынках, а также синергии роста в условиях конкуренции между внутренними и внешними производителями. Кроме того, немаловажное значение приобретает юрисдикция поглощаемой компании, в пользу которой выплачивается премия сверх рыночной стоимости собственного капитала, а также кредиторов обеих компаний.

Если объединенная компания реализует продукцию на внешнем рынке, т.е. по экспортным операциям при оценке народно-хозяйственной эффективности или за пределами региона при оценке региональной эффективности, то сокращение потребительского излишка вследствие усиления рыночной власти объединенной компании не должно приниматься во внимание, поскольку потери испытывают субъекты, внешние по отношению к стране или региону. Если объединенная компания вследствие повышения своей конкурентоспособности получит возможность увеличить свою рыночную долю за счет внешних по отношению к стране или региону конкурентов, то всю добавленную стоимость, создаваемую за счет увеличения этой рыноч-

ной доли, за вычетом экономических издержек использования трудовых ресурсов, можно отнести к составу выгод при оценке народно-хозяйственной или региональной эффективности объединения. Однако при этом инвестиции, необходимые для соответствующего увеличения объемов производства, следует добавить к составу издержек, а экономию операционных затрат – исключить из состава выгод, с тем чтобы избежать двойного учета.

В случае если премия сверх рыночной стоимости собственного капитала поглощаемой компании выплачивается собственникам компании – резидента данной страны или региона, она является трансфертом, который не должен приниматься во внимание. Однако в случае приобретения компании, базирующейся за пределами страны или региона, выплата премии означает утечку ресурсов из внутренней экономики, которая должна быть учтена в составе издержек объединения. Аналогичным образом выигрыши кредиторов-резидентов следует рассматривать как неучитываемый трансферт, а выигрыши кредиторов-нерезидентов – как дополнительные реальные издержки слияния.

Таким образом, основные издержки, которые нужно принимать во внимание при оценке народно-хозяйственной и региональной эффективности слияний и поглощений, включают

- инвестиции в проекты, позволяющие обеспечить экономию реальных затрат на производство единицы продукции, за вычетом поступлений от реализации высвобождаемых избыточных активов;
- инвестиции в проекты, предусматривающие реализацию продукции на внешних рынках;
- выплату премии в случае поглощения компании, базирующейся вне внутренней экономики;
- выигрыши от слияния/поглощения внешних кредиторов;
- уменьшение потребительского излишка вследствие сокращения объема продаж на внутреннем рынке;
- расходы бюджета на профессиональную переподготовку и выплату пособий при сокращении персонала в условиях высокой циклической и структурной безработицы.

Основные выгоды, которые следует принимать во внимание при оценке народно-хозяйственной и региональной эффективности слияний и поглощений, включают

- экономию затрат в случае реализации продукции на внутреннем рынке;
- добавленную стоимость в случае реализации продукции на внешнем рынке, за вычетом расчетного фонда оплаты труда, отражающего издержки использования трудовых ресурсов во внутренней экономике, который может быть существенно меньше фактического при условии напряженной ситуации на рынке труда страны или региона.

Соотношение между коммерческой, общественной, народно-хозяйственной и региональной эффективностью сделок по слиянию и поглощению компаний в существенной степени зависит от типов сделок и структуры эффектов, проявляющихся при их реализации. Однако наибольшую значимость с позиций реализации стратегии развития национальной экономики имеют слияния со значительным интегральным эффектом при оценке народно-хозяйственной эффективности, а с позиций реализации стратегии регионального развития – слияния со значительным интегральным эффектом при оценке региональной эффективности. Некоторые инвестиционные проекты, реализуемые в ходе данных слияний, можно рекомендовать к поддержке за счет финансовых ресурсов государственных институтов развития.

Литература

1. **Соломенникова Е.А.** Процессы слияния и поглощения предприятий в Сибирском федеральном округе // Регион: экономика и социология. – 2004. – № 4. – С. 173–183.
2. **Merton R.** On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates // *Journal of Finance*. – 1974. – V. 29, No. 3. – P. 449–470.
3. **Williamson O.** Economies as an antitrust defence: The welfare trade-offs // *American Economic Review*. – 1968. – V. 58, No. 1. – P. 18–36.
4. **Deprano M., Nugent J.** Economies as an antitrust defence: Comment // *American Economic Review*. – 1969. – V. 59, No. 4. – P. 947–953.