

Ключевые слова:

слияния и поглощения, синергетический эффект, экономическая эффективность, критерии эффективности, эффекты субаддитивности и супераддитивности

А. А. Сокольский, аспирант кафедры «Финансовый менеджмент» Государственного университета Минфина России (ГУМФ)
(e-mail: artyom_sokolsky@rambler.ru)

Синергетический эффект в сделках слияния и поглощения

На сегодняшний день актуальным направлением при исследовании сделок слияния и поглощения является оценка их эффективности. В данной статье уточняется определение экономической эффективности с точки зрения подобных сделок, отражены отдельные подходы к ее оценке, в т. ч. с учетом синергетического эффекта.

В российской экономике один из наиболее перспективных для инвестирования секторов — топливно-энергетический. При планировании мероприятий, направленных на повышение инвестиционной привлекательности нефтяных компаний, следует проанализировать возможные риски, способные оказать негативное влияние на их деятельность. Данные риски могут иметь следующую классификацию:

- **Страновые.** Связаны с политической, экономической и социальной системой Российской Федерации. Политический аспект страновых рисков проявляется в связи с возможным изменением политического режима, а также реакцией на это иностранных государств. К нему относится также изменение процедур лицензирования разработки недр, отдельных разделов налогового законодательства и определения тарифов. Немаловажен и риск возможной национализации активов. Экономический аспект сопряжен с неблагоприятной конъюнктурой мировых цен на углеводородное сырье, социальный — с возможной нехваткой кадров для работы непосредственно на месторождениях отдаленных и малонаселенных территорий России.
- **Технологические.** Связаны с технологией добычи и переработки нефти. Наиболее распространенный технологический риск — несоответствие количественных и качественных характеристик углеводородов, полученных при разработке месторождения, характеристикам, запланированным при проведении геологоразведочных мероприятий.
- **Финансовые.** Возникают в результате внешнеэкономической деятельности компаний. Часть выручки национальных нефтяных компаний выражена в иностранной валюте, и изменение курса российского рубля по отношению к основным расчетным валютам оказывает влияние на финансовый результат их деятельности. Помимо валютного аспекта финансовых рисков существует инфляционный, подразумевающий негативное влияние повышения цен на материалы и комплектующие.

Перечисленные риски влекут за собой необходимость разработки эффективных мер, нивелирующих их негативное влияние на деятельность нефтяных компаний. Одна из возможных мер снижения страновых и технологических рисков — проведение сделок слияния и поглощения (*англ. — Mergers and Acquisitions, M&A*).

В современной экономической науке понятие «эффективность» не имеет четкого определения по следующим причинам:

- наличие различных приоритетов у участников экономических отношений;
- недостаточная квалификация лиц, принимающих управленческие решения, и недостаточное понимание сущности и критериев эффективности проводимых сделок.

Одно из наиболее развернутых определений экономической эффективности представлено в «Экономико-математическом словаре»: «Экономическая эффективность — способность системы производить при ее изменении (и при изменении условий ее функционирования) больший экономический эффект, чем в других условиях, а также реализация этой способности. При рассмотрении в динамическом аспекте эффективность изменений обычно выявляется из сопоставления с некоторыми исходными, начальными условиями»¹. В основу данного определения положено понятие «система», а оценку эффективности предлагается осуществить путем сопоставления условий перед преобразованием системы и после него.

«Современный экономический словарь» так определяет понятие «экономическая эффективность»: «...результативность экономической деятельности, экономических программ и мероприятий, характеризуемая отношением полученного экономического эффекта, результата к затратам факторов, ресурсов, обусловившим получение этого результата, достижение наибольшего объема производства с применением ресурсов определенной стоимости»². Таким образом, экономическая эффективность характеризуется как максимальный результат, достигнутый вследствие проведения тех или иных мероприятий в сравнении с первоначальными затратами ресурсов.

По мнению автора, при исследовании слияний и поглощений в понятии «экономическая эффективность» должны учитываться следующие особенности:

- сделки M&A представляют собой совокупность последовательных операций, результатом которых является создание нового юридического лица или реструктуризация компании-инициатора;
- исследование подобных сделок, в т. ч. и оценка экономической эффективности, должно проводиться с учетом положений системного подхода;
- понятие «экономическая эффективность» должно отражать приоритеты одной из групп лиц, принимающих решение о проведении сделок данного вида.

Таким образом, **экономическая эффективность в сделках M&A представляет собой результат преобразования системы, основанный на расчете заранее определенной совокупности показателей либо обусловленный достижением иных критериев, установленных группой лиц, которые приняли решение о проведении сделки.**

ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Оценка результата сделки на основании расчета заранее выбранных показателей предполагает определение их совокупности, которая отвечает целям, установленным группой лиц при принятии решения о проведении сделки. Намерение о проведении

¹ Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Дело, 2003. — С. 470.

² Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007.

сделки M&A может быть инициировано как менеджментом, так и акционерами компании, при этом окончательное решение принимается ее собственниками. Также при определении совокупности показателей следует определить форму проведения реструктуризации: слияние или поглощение.

Роль менеджмента при условии отсутствия у данной группы лиц контрольного или блокирующего пакета акций компании-инициатора на практике сводится к следующим функциям:

- подготовка необходимой информации о возможном проведении сделки M&A, адресованной акционерам. Информационный пакет должен содержать данные о положении компании в определенном рыночном сегменте по отношению к конкурентам, расчет финансовой устойчивости, оценку стоимости компании — объекта сделки, оценку источников финансирования сделки, прочую информацию;

- оптимизация структуры компании после проведения сделки предполагает анализ деятельности ее подразделений, выявление дублирующих функций и обязанностей у персонала подразделений, подготовку рекомендаций по сокращению дублирующих подразделений. При проведении сделки слияния, результатом которой стало образование нового юридического лица, оптимизация функций подразделений компаний-участниц, а также численности персонала осуществляется на стадии планирования сделки;

- оценка эффективности предполагаемой сделки M&A, которая осуществляется на основе расчета показателей, характеризующих деятельность самой компании без учета интересов акционеров;

- подготовка результатов оценки эффективности для рассмотрения акционерами при последующем принятии решения о целесообразности проведения сделки M&A;

- определение окончательной совокупности показателей, входящих в оценку экономической эффективности с учетом интересов акционеров компании;

- оценка эффективности после проведения сделки M&A с учетом проведения оптимизации деятельности подразделений компаний-участниц и связанных с этим расходов;

- выработка стратегии развития деятельности компании после проведения сделки M&A, определение показателей для оценки экономической эффективности, разработка мер антикризисного управления компанией в случае проявления ситуаций нестабильности в национальной и мировой экономике; и пр.

С точки зрения менеджмента компании-инициатора поглощение компании-объекта может быть рассмотрено как реализация инвестиционного проекта. Современная экономическая наука содержит достаточное количество подходов к оценке экономической эффективности инвестиционных проектов. Для этих целей чаще всего применяются следующие показатели: чистая приведенная стоимость (*net present value — NPV*), внутренняя норма доходности (*internal rate of return — IRR*), дисконтированный срок окупаемости (*discounted payback period — DPP*), средневзвешенная цена капитала (*weighted average cost of capital — WACC*), оборачиваемость дебиторской и кредиторской задолженности.

С точки зрения акционеров компании — инициатора поглощения наиболее подходящими показателями оценки эффективности можно считать следующие: денежные поступления в расчете на одну акцию (*earnings per share — EPS*), отношение цены акции к денежным поступлениям (*price to earnings — P/E*), отношение рыночной цены акции к цене первоначального размещения (*price to book — P/B*), добавленная рынком стоимость компании (*market value added — MVA*). Обозначенные показатели являются более информативными как для самих акционеров, так и для потенциальных инвесторов. При оценке эффективности сделки поглощения акционеры и потенциальные инвесторы рассматривают компании-участницы с точки зрения объекта финансовых

вложений. Преимущество данных показателей — отражение реакции рынка на проведенную сделку. Однако для более достоверной оценки результата следует осуществить их расчет до и после проведения сделки. Последующее сравнение результатов позволяет акционерам и потенциальным инвесторам наиболее объективно оценить результат сделки реструктуризации, целесообразность дальнейшего инвестирования средств, а также прогнозировать цену спроса и предложения на акции.

Таким образом, оценка эффективности, основанная на показателях, наиболее информативных для менеджмента компании-инициатора, предполагает приоритет показателя совокупной выручки, формирующей положительный денежный поток компании. Оценка показателей, наиболее информативных для акционеров компании-инициатора, основана на чистой прибыли и рыночных котировках акций компаний — участниц сделки. Показателем чистой прибыли управляют менеджмент и акционеры, показатель рыночной цены акции отражает результат принятия тех или иных управленческих решений и не может полностью контролироваться акционерами или менеджментом.

Подходы к оценке эффективности сделок слияния отличаются от подходов к сделкам поглощения. Различия определены отсутствием в первом случае разделения компаний-участниц на ее инициатора и объект. Слияние предполагает равное участие компаний в сделке. С учетом этого оценку ее эффективности целесообразно осуществлять на основе показателей рентабельности. Их приоритет обусловлен природой сделки слияния: как правило, ни одна из компаний-участниц не рассматривается как объект инвестиций. Соответственно, отраженные выше показатели, характеризующие эффективность инвестиций, малоинформативны. Один из возможных критериев эффективности — положительная динамика показателей рентабельности деятельности объединенной компании.

В современной теории и практике финансового менеджмента наиболее распространены следующие показатели рентабельности: рентабельность продаж (*return on sales* — *ROS*), рентабельность активов (*return on assets* — *ROA*), рентабельность капитала (*return on equity* — *ROE*), коэффициент устойчивости экономического роста (*constant growth factor* — *CGF*). Формулы расчета обозначенных показателей основываются на показателе чистой прибыли компаний за определенный период. Рентабельность характеризует результат деятельности компании за определенный период и, как правило, не является специфичной для оценки инвестиционного проекта или перспективности финансового вложения.

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

В настоящее время многие представители компаний — участниц сделок M&A высказывают мнение, что результатом сделки является достижение синергетического эффекта / эффекта синергии. В частности, по данным информационного агентства «Росбизнесконсалтинг», синергетический эффект был достигнут в результате сделки слияния активов ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит» в декабре 2010 г. В ноябре 2010 г. руководство ОАО «ГМК Норильский никель» заявило о продаже принадлежащего компании пакета акций Stillwater Mining. Одной из причин продажи было названо отсутствие эффекта синергии с основным направлением деятельности компании. Подобные заявления можно встретить при исследовании других сделок реструктуризации. Однако применение понятия «синергетический эффект» в подобных случаях неоправданно по причине нехватки информации в отношении данного явления, а также отсутствия четкой методики определения его наличия и последующей оценки.

Термин «синергетика» был введен профессором Штутгартского университета Г. Хакеном в 1977 г. в книге «Синергетика»: «...синергетика — междисциплинарное направление исследования сложноорганизованных открытых систем, изучающее связи между подсистемами, образующиеся в результате интенсивного (потокowego) обмена веществом и энергией с окружающей средой в неравновесных условиях...»³.

Применение положений синергетики подразумевает исследование явлений с позиции системного подхода, согласно которому любое явление или процесс рассматривается как совокупность соподчиненных элементов, имеющих определенные взаимосвязи и составляющих определенную структуру. В связи с увеличением масштабности, сложности экономических отношений все более актуальными становятся проблемы моделирования и прогнозирования экономического развития.

Исследование экономических процессов с применением отдельных положений синергетики должно учитывать следующие особенности:

— нелинейность развития: теория и практика синергетики обращают внимание на то, что состояние покоя или линейного развития является лишь абстракцией, удовлетворительно описывающей поведение системы только на коротком интервале времени;

— способность экономической системы к качественному скачку: накопление незначительных возмущений в системе (флуктуации) может вызвать качественный переход системы с одного уровня на другой.

Применение отдельных положений синергетики позволило исследователям выдвинуть тезис о синергетическом эффекте, представляющем собой результат преобразования экономической системы. В современной теории финансового менеджмента отсутствует единая методология, позволяющая дать четкий ответ на вопрос о наличии или отсутствии синергетического эффекта после проведения сделки M&A.

Одну из методик, позволяющих определить возможный синергетический эффект, предложил профессор Кингстонского университета Р. Мэтьюз.

По его мнению, синергетический эффект возникает за счет двух источников — субаддитивности и супераддитивности⁴. Природа субаддитивности заключается в снижении совокупных издержек объединяющихся компаний (на привлечение капитала, дублируемый персонал и т. д.) при сохранении существующих объемов продаж. Природа супераддитивности — в увеличении прибылей за счет роста продаж (в результате усиления маркетинговой позиции объединенной компании, реализации новых инвестиционных проектов, которые невозможно было реализовать по отдельности, и т. д.).

Таким образом, синергетический эффект в абсолютном выражении рассчитывается по следующей формуле:

$$S_e = S_{super} + S_{sub}, \quad (1)$$

где S_e — синергетический эффект в абсолютном выражении;

S_{super} — эффект супераддитивности в абсолютном выражении;

S_{sub} — эффект субаддитивности в абсолютном выражении.

Формула Р. Мэтьюза отражает сущность синергетического эффекта в сделках M&A. Однако в современных исследованиях теоретического и прикладного характера отсутствует четкий алгоритм, позволяющий определить его наличие или отсутствие в сделке,

³ Хакен Г. Синергетика. Иерархия неустойчивостей в самоорганизующихся системах и устройствах. — М.: Мир, 1985. — С. 12.

⁴ Matthews R. *Mergers, Complexity and Games* // SEAG Annual Conference. — Kingston University Business School, 2000.

а также осуществить его количественную оценку. Зачастую в отчетах о проведенных сделках такая оценка основывается на экспертном заключении сторонних специалистов, в котором нет сведений о ее методологии. С учетом этого автор предлагает возможный подход к уточнению порядка определения синергетического эффекта, предложенного Р. Мэтьюзом.

Порядок оценки результатов сделки M&A следует дополнить следующими положениями:

- определить в качестве приоритетного критерия возможного синергетического эффекта степень достижения цели, задекларированной при принятии управленческого решения о проведении сделки M&A;

- разработать модель оценки эффектов субаддитивности и супераддитивности.

Введение критерия, основанного на степени достижения цели, которая была установлена при принятии управленческого решения о проведении сделки M&A, обоснованно. По данным опроса Международной аудиторско-консалтинговой фирмы PriceWaterhouseCoopers, проведенного в 2010 г., в 30 % от всей совокупности сделок M&A, завершенных в 2010 г., цели, выбранные инициаторами, не были достигнуты. Как правило, основные причины следующие:

- отсутствие стратегии развития реструктурированной компании;
- недостаток финансовых ресурсов для освоения новых сегментов рынка или внедрения новых технологий производства, составляющих основу функционирования компаний-участниц после проведения сделки.

Для оценки показателя достижения цели, установленной инициаторами при планировании сделки M&A, следует отразить порядок определения эффектов субаддитивности и супераддитивности.

Эффект субаддитивности предполагает оптимизацию структуры управления операционной деятельностью объединенной (в случае поглощения) или созданной (при проведении слияния) компании. Оптимизация структуры управления включает соотношение текущего уровня управленческих издержек компании после проведения сделки M&A с объемом активов и утвержденным планом развития.

Способ оценки эффекта от оптимизации структуры управления отражен ниже:

$$\Delta EC = -(EC_{1+2} - (EC_1 + EC_2)), \quad (2)$$

где ΔEC (execution costs) — эффект внедрения мер по адаптации функции управления; EC_{1+2} — сумма коммерческих и управленческих издержек объединенной компании; $EC_{1, 2}$ — сумма коммерческих и управленческих издержек компаний-участниц до проведения сделки M&A.

Информация о коммерческих и управленческих издержках каждой компании может быть получена из ее финансовой отчетности. В ряде случаев оценка эффекта от оптимизации структуры управления на основе финансовой отчетности может быть проведена альтернативным путем, который основан на определении стоимости управления активами компании.

Автором предложен следующий порядок оценки:

$$\Delta EC = - \left(\left(\min \left(\frac{EC_1}{TA_1}, \frac{EC_2}{TA_2} \right) \cdot TA_{1+2} - (EC_1 + EC_2) \right), \quad (3)$$

где TA_{1+2} — общая сумма активов компаний-участниц после проведения сделки M&A; $TA_{1, 2}$ — общая сумма активов компаний-участниц до предполагаемой сделки.

Эффект от оптимизации операционной деятельности компании оценивается следующим образом:

$$\Delta CoGS = -(CoGS_{1+2} - (CoGS_1 + CoGS_2)), \quad (4)$$

где $\Delta CoGS$ (*cost of goods sold*) — эффект от реализации мер по адаптации производственной программы к увеличению масштаба производства;

$CoGS_{1+2}$ — сумма издержек на производство продукции реструктурированной компании; $CoGS_{1, 2}$ — сумма издержек на производство компаний-участниц до проведения сделки M&A.

Предложенные автором модели оценки эффекта от оптимизации структуры управления и операционной деятельности компании позволяют отразить порядок расчета эффекта субаддитивности:

$$S_{sub} = \Delta EC + \Delta CoGS. \quad (5)$$

Эффект супераддитивности предполагает усиление конкурентных позиций компаний-участниц после проведения сделки M&A за счет аккумуляции средств на реализацию новых инвестиционных проектов, анализа структуры выручки и издержек, выделения и усиления наиболее прибыльных направлений деятельности.

Основываясь на обозначенной природе эффекта супераддитивности, автор предлагает следующий порядок его оценки:

$$S_{super} = -Inv_0 + \sum_{t=1}^i \frac{CF_t}{(1+r)^n} + \Delta EC_{adj} + \Delta CoGS_{adj}, \quad (6)$$

где Inv_0 — сумма вложений при принятии решения о реализации новых проектов, направленных на освоение новых сегментов рынка или производственных технологий;

CF_t — денежные потоки, генерируемые в процессе реализации проекта;

r — ставка дисконтирования денежных потоков для каждого периода;

ΔEC_{adj} — эффект от принятия решения о сокращении коммерческих и управленческих издержек при реализации отдельных положений об антикризисной политике или противодействии конкурентам;

$\Delta CoGS_{adj}$ — эффект от принятия решения о ликвидации подразделения компании.

Эффект супераддитивности может иметь нулевое значение при принятии решения о нецелесообразности финансирования новых проектов или реализации отдельных положений антикризисной политики или противодействия конкурентам. Для оценки эффекта супераддитивности данные финансовой отчетности малоприменимы. Большую значимость приобретают данные маркетинговых исследований в отношении продукции, производство которой планируется реализовать; наличия потенциальных конкурентов и прочих факторов, оказывающих влияние на принятие решения о расширении инвестиционной деятельности.

Отразив выше порядок оценки эффекта субаддитивности (5) и супераддитивности (6), обратимся к оценке достижения цели, установленной в качестве приоритетной при проведении сделки M&A. Как правило, в качестве цели участники сделки M&A устанавливают ориентировочные значения денежных потоков, полученных в результате оптимизации издержек и реализации новых инвестиционных проектов. Это обеспечивает повышение точности расчетов экономического эффекта и прозрачности в формировании суждения о перспективности сделки.

Таким образом, показатель достижения цели может быть рассчитан как отношение фактических значений будущих денежных потоков к запланированным. Общий порядок оценки показателя достижения цели:

$$GA_{sub} = \frac{S_{sub (fact)}}{S_{sub (planned)}}, \quad (7)$$

где GA (*goal achieved*) — степень достижения цели;

$S_{sub (fact)}$ — фактическое значение эффекта субаддитивности;

$S_{sub (planned)}$ — запланированное значение эффекта субаддитивности.

Для эффекта супераддитивности порядок оценки показателя достижения цели следующий:

$$GA_{super} = \frac{S_{sup (fact)}}{S_{sup (planned)}}, \quad (8)$$

где $S_{sup (fact)}$ — фактическое значение эффекта супераддитивности;

$S_{sup (planned)}$ — запланированное значение эффекта супераддитивности.

Запланированное значение эффекта субаддитивности определяется менеджментом компаний-участниц на стадии планирования сделки M&A. За основу расчета принимается оценка суммы снижения управленческих и коммерческих издержек в результате ликвидации дублируемых функций подразделений объединенной компании.

Запланированное значение эффекта супераддитивности может быть определено коллегиально менеджментом, акционерами, а также независимыми оценщиками на основе расчета прогнозируемой доли в рыночном сегменте, в котором оперирует реструктурированная или новая компания. Помимо этого, показатель супераддитивности может учитывать возможную реакцию потенциальных инвесторов на состоявшуюся сделку M&A. Положительная реакция инвесторов способна увеличить рыночную стоимость компании и повысить инвестиционную привлекательность ее акций, что позволяет осуществить дополнительное привлечение финансовых ресурсов для последующей реализации мероприятий, предусмотренных стратегией развития.

Таким образом, **синергетический эффект в сделках M&A представляет собой результат преобразования системы при проведении сделки, выраженный в сумме дополнительного дохода, полученного в результате достижения эффектов субаддитивности и супераддитивности.**

С учетом способов расчета эффектов субаддитивности, супераддитивности, а также показателей достижения цели оценка синергетического эффекта выглядит следующим образом:

$$S_e = S_{sub} \cdot GA_{sub} + S_{super} \cdot GA_{super}. \quad (9)$$

Предложенный порядок оценки возможного синергетического эффекта в сделках M&A дополняет модель Р. Мэтьюза в части отражения сущности эффектов субаддитивности и супераддитивности, определения источников информации, необходимых для их оценки. Помимо этого вводится показатель достижения цели, позволяющий повысить точность оценки.

Практическое применение этого подхода отражено в исследовании возможной сделки между ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз». Основные данные финансовой отчетности, требуемые для оценки эффекта субаддитивности, представлены в табл. 1.

Таблица 1

**Основные данные о деятельности
ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз» за 2010 г.**

Показатель	ОАО «НК «Роснефть»	ОАО «Сургутнефтегаз»	Всего
Управленческие расходы (ЕС), млн руб.	48 264	44 981	93 245
Средняя стоимость активов за 2010 г. (ТА), млн руб.	2 697 524	1 325 184	4 022 708
ЕС/ТА, млн руб.	0,017	0,033	

Источник: официальная отчетность ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз» за 2010 г.

На основании данных о деятельности компаний — участниц предполагаемой сделки производим расчет эффекта от оптимизации структуры управления по формуле (3):

$$\Delta EC = -((0,017 \times 4\,022\,708) - 93\,245) = 25\,038 \text{ млн руб.}$$

В настоящее время эффект от оптимизации операционной деятельности ($\Delta CoGS$) при исследовании возможной сделки между ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз» не может быть оценен, поэтому эффект субаддитивности (S_{sub}) составляет 25 038 млн руб.

При оценке эффекта супераддитивности были приняты во внимание планы развития ОАО «НК «Роснефть» в части расширения деятельности на территории Дальневосточного федерального округа. В частности, в течение 2007–2010 гг. менеджмент компании рассматривал инвестиционный проект строительства крупнейшего нефтеперерабатывающего завода в России, ориентированного на экспорт продукции. Однако существенные издержки, связанные с освоением перспективной площадки под строительство, а также низкий уровень развития инфраструктуры региона препятствуют реализации проекта. Возможная сделка M&A между ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз» позволит аккумулировать достаточный объем свободных финансовых ресурсов.

В табл. 2 отражены планируемые показатели, требуемые для оценки эффекта супераддитивности.

Таблица 2

**Основные показатели перспективного проекта
по строительству нефтеперерабатывающего комплекса
на территории Дальневосточного федерального округа**

Показатель	Значение
Первоначальная сумма инвестиций, млн руб.	155 500
Срок окупаемости, лет	8
Ставка дисконтирования, %	11
Сумма чистого денежного потока, генерируемого в течение срока окупаемости, млн руб.	165 078

Источник: данные ОАО «НК «Роснефть».

На основании прогнозных значений деятельности нефтеперерабатывающего комплекса оцениваем эффект супераддитивности по формуле (6):

$$S_{super} = -155\,500 + 165\,078 = 10\,078 \text{ млн руб.}$$

При расчете во внимание не принимались денежные потоки, полученные от сокращения производственных или управленческих подразделений, т. к. сделка между компаниями в настоящее время не анонсирована.

При оценке возможного синергетического эффекта не учитывался показатель достижения цели по эффектам субаддитивности и супераддитивности, т. к. цель сделки руководством компаний не была анонсирована.

Таким образом, возможный синергетический эффект, полученный в результате сделки M&A, составляет:

$$S_e = 25\ 038 + 10\ 078 = 35\ 116 \text{ млн руб.}$$

Создание нефтеперерабатывающего комплекса на территории Дальневосточного федерального округа имеет следующие положительные стороны:

- развитие транспортной инфраструктуры региона;
- увеличение объемов экспорта продукции с высокой долей добавленной стоимости;
- создание дополнительных рабочих мест;
- повышение инвестиционной привлекательности компаний — участниц возможной сделки M&A;
- получение дополнительного дохода при реализации сделки M&A.

Библиография

1. Занг, В.-Б. Синергетическая экономика. Время и перемены в нелинейной экономической теории / Пер. с англ. — М.: Мир, 1999. — 335 с.
2. Лопатников, Л. И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Дело, 2003. — 520 с.
3. Райзберг, Б. А., Лозовский, Л. Ш., Стародубцева, Е. Б. Современный экономический словарь. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 495 с.
4. Сердюкова, Н. А. Теорема об описании финансовых рисков // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2009. — № 2. — С. 41–49.
5. Хакен, Г. Синергетика. Иерархия неустойчивостей в самоорганизующихся системах и устройствах. — М.: Мир, 1985. — 423 с.
6. Matthews, R. Mergers, Complexity and Games // SEAG Annual Conference. — Kingston University Business School, 2000.