при различных показателях издержек на маркетинговые мероприятия. В этом случае предстоит решить довольно противоречивый вопрос о том, каким образом и в каких размерах можно осуществлять инвестирование в маркетинговую деятельность. Таким образом, наиболее эффективными являются методы «цель-задание» и учет маркетинговых проектов.

Эффективная реализация маркетингового бюджетирования позволяет извлечь ряд выгод:

- планирование направляет руководителей на перспективы;
- ведет к более четкой координации предпринимаемых организацией усилий;
- ведет к установлению показателей деятельности для последующего контроля;
- позволяет предприятию четче определять свои задачи и политические установки;
- делает предприятие более подготовленным к внезапным переменам.

1. Еремин В.Н. Маркетинг. Основы и маркетинг информации: учебник / В.Н. Еремин. – М.: КноРУс, 2014, 315 с.
2. Каменева В.Н. Маркетинговые исследования: учебное пособие / Н.Г. Каменева. – М.: Вузовский учебник: ИНФРА-М, 2011, 289 с.
3. Музыкант В.Л. Интегрированные маркетинговые коммуникации: Учебное пособие / В.Л. Музыкант. – М.: ИЦ РИОР, НИЦ ИНФРА-М, 2013, 245 с.

Утенков В.М.

Эффективность премии за M&A сделку: где заканчивается синергия и начинается переплата

*Санкт-Петербургский государственный экономический университет
(Россия, Санкт-Петербург)*

doi:10.18411/spc-08-10-2018-06

idsp: 000001:spc-08-10-2018-06

В статье «Не переплачиваем ли мы за слияние?» для Harvard Business Review авторы постулируют простое правило эффективной стратегической сделки: «Ключом к успеху в покупках других компаний является знание максимальной цены, которую вы можете заплатить за нее, а также дисциплина, которая не позволит вам переплатить на цент больше».[1] Этому примитивному алгоритму необходима метрика, которая бы позволила определить, где заканчивается адекватная премия за сделку и начинается переплата. Исходя из этого целью статьи является изучение гипотез формирования премии к цене за сделку M&A.

Данный вопрос не был бы актуальным, если бы стратегические сделки совершались по рыночным ценам, однако на практике покупатель доплачивает определенный процент сверх цены акции. Данная дельта формируется как плата за два эффекта: контроля и синергии.[2] Исходя из этого актуальным является вопрос о влиянии дополнительных расходов, обусловленных премией, на стоимость и доходность стратегической сделки.

В общем виде, представляя сделку M&A как инвестиционный проект, исходя из классического подхода NPV премиальные затраты снизят чистую приведенную стоимость сделки. Таким образом, премия на риск коррелирует с будущей стоимостью компании, далее рассмотрим основные гипотезы их взаимодействия, а также предел премии, после которого стоимость начинает падать.

В ходе эмпирических исследований было установлено, что премия за сделки может оказывать как положительное, так и отрицательное воздействие на стоимость. За этими эффектами стоят две гипотезы: синергии, которое обуславливает положительную корреляцию премии и стоимости, а также переплаты, который ведет к падению стоимости. С позиции первой гипотезы, чем большую потенциальную стоимость обещает синергия с таргетом, тем более высокую премию готов предложить покупатель. С точки зрения второго подхода, покупатель может заплатить премию выше, чем ту которую ожидает рынок в соответствии с прогнозируемыми денежными потоками, в результате чего высокая цена приведет к падению доходности и стоимости. Эта гипотеза, имеет практическое подтверждение, в частности те случаи, когда после заключения сделки фирма-покупатель имеет негативную доходность, в то время как таргет – положительную.[3]

Рассмотрим причины, по которым менеджмент покупателя переступает за грань гипотезы синергии и уменьшает стоимость фирмы. Их можно разделить на психологические и экономические. Так, менеджеры фирмы-покупателя склонны переоценивать будущие денежные потоки от сделки, что объясняется *hubris hypothesis*, как в оригинале ее назвал Росс, или излишней самоуверенность менеджмента.[4] Данная гипотеза относится к объекту исследования поведенческих финансов, так как речь идет о принятии неэффективных финансовых решений, обусловленных различными психологическими аспектами. Среди них выделяют склонность к построению империй (*empire building*), когда менеджер намеренно идет на внешнюю экспансию, даже если она сопровождается негативным денежным потоком, так как пропорционально физическому объему корпорации растет его власть.[2] Еще одним психологическим заблуждением (*bias*) ответственным за неэффективные стратегические сделки является *Pollyanna Principle*, согласно которому в сознании людей доминируют положительные воспоминания, а негативные – выветриваются, в результате чего в памяти у совета директоров и инвесторов преобладают те 15-20% успешных стратегических сделок. Вторая группа причин – экономические, а именно ловушка переоценки и избытие капитала. Часто рынок переоценивает компании, в результате цена их акций растет без параллельного увеличения фундаментальной стоимости. Для того чтобы оправдать данный рост руководители компаний прибегают к слияниям и поглощениям, приобретая тем самым алиби для роста стоимости в виде синергии.[4] Такое раздувание пузыря компания может замаскировать, пока осуществляет стратегические сделки, однако, как только иссякнет их источник финансирования, пузырь лопнет, и стоимость упадет. Данный аспект раздувания пузыря ловушки переоценки аллегорично описал ЧакПринс : «Ловушка переоценки как вечеринка. Когда остановиться музыка с точки зрения ликвидности все будет сложно. Но пока музыка играет нужно встать и танцевать».[5] Второй экономический эффект, обуславливающий переплату, - это избытие капитала. Так, компании S&P 500 имеют большую долю горячих денег на счетах в виде кэша, что провоцирует их на сделки по слиянию и поглощению, а в условиях конкуренции премия будет еще выше, так как сделка совершиться, лишь когда будет достигнут *winner's curse*. [4]

Для того чтобы избежать этих психологических заблуждений и экономических ловушек менеджерам необходим инструмент, который бы позволял найти ту точку, которая максимизирует синергию и после которой стоимость падает, т.е. решение становится неэффективным.

Результат первых эмпирических исследований и построения регрессионных моделей по поиску оптимального объема прост. Так если наблюдается позитивная корреляция стоимости и премии, то говорят о гипотезе синергии, в обратном случае – о гипотезе переплаты. Если же связи между этими категориями нет, то считают, что гипотезы компенсируют друг друга. Исходя из данной логики корреляция зависит от объема премии за сделку, что можно представить в виде графика 1. Именно об этой

точке невозврата говорили авторы статьи из Harvard Business Review из пролога статьи.[3]

График 1

Зависимость стоимости сделки от объема премии

Источник: Составлено автором по [3].

Практическим воплощение данного подхода является методика BCG – P/E of synergies, которая сопоставляет премию за риск с выявленной синергией сделки. Анализ дополняется показателями: relative total shareholders return (rTSR) и среднеотраслевыми P/E of synergies, которые позволяют выявить влияние премии на доходность. Так, если мультипликатор сделки ниже среднеотраслевой, то показатель доходности, как правило, положительный, и наоборот.[6]

Применение данного вида теорий и подходов пост-событийно. Т.е. констатировать о наличии того или иного эффекта и адекватности объема премии за сделку можно лишь в постинтеграционный период. К тому же ряд практических кейсов свидетельствуют об отсутствии прочной корреляции между размером премии и доходностью – таблица 1.

Таблица 1

Примеры нелинейной зависимости премий и доходностей

Покупатель	Таргет	Премия	Годовая рыночная доходность
Низкие премии и низкая доходность			
Marshall&Isley	Valley Bancorp	19%	-17%
Ceridian	Corndata Holdings	19%	-16%
Durco International	BW/IP	14%	-17%
3Corn	U.S. Robotics	13%	-46%
Bergesen	Havtor	11%	21%
Высокие премии и высокая доходность			
Allegheny Ludlum	Teledyne	115%	33%
First Bank System	U.S. Bancorp	85%	12%
Northorp	Grumman	65%	12%
HealthSouth	Surgical Care Affiliates	61%	30%
Praxair	CBI Industries	49%	49%

Источник: [1]

Современная теория пытается объяснить такие результаты путем построения более сложных, многофакторных моделей воздействия факторов на стоимость и доходность сделки. Например, нелинейная модель оценки кумулятивной

сверхдоходности от сделки для банковского сектора - CAR (cumulative abnormal returns), представленная в виде формулы 1.[3]

$$CAR, i = \alpha + \beta_1 Premium, i + \beta_2 Premium2, i + \beta_3 RSize, i + \beta_4 Cash, i + \beta_5 RROE, i + \beta_6 Domestic, i + \beta_7 PerOwn, i + \beta_8 GDP, i + \beta_9 DomCred, i + \beta_{10} WithDraw, i + \varepsilon, i$$

Формула 1

Факторами в модели помимо премии выступают относительный размер таргета, способ финансирования сделки, относительный показатель ROE, географическая диверсификация, предыдущий собственник, уровень развития национальной экономики. Тестирование линейной модели обнаружило отрицательный коэффициент при Premium1 ($\beta_1 = -0,09$), что означает негативное влияние премии на стоимость и доходность, т.е. гипотеза переплаты подтверждается. Однако дополнительный анализ с помощью квадратической модели дает противоположный результат. Так Premium1 имеет значительную положительную бету (0,18), в то время как Premium2 – высокое отрицательное значение коэффициента (-0,07). Данная модель подтверждает вышеописанную теорию зависимости стоимости и доходности сделки от размера прибыли. Модель также позволяет определить предел премии. Так, отношение $-(\beta_1/2\beta_2)$ из формулы 1 покажет предельное значение, позволяющее максимизировать стоимость за счет синергии, не достигая эффекта переплаты.

Еще одним инструментом, который бы позволил найти координаты данной точки невозврата, после которой стоимость падает, может быть метод реального опциона, который позволит на прединтеграционном этапе узнать потенциальную стоимость синергии и контроля, которые и формируют премию за сделку. Так, стоимость сделки можно определить по формуле 2:

$$Deal Value = Discounted Cash Flow Value(Enterprise Value) + Real Option Value(Synergy; Control)$$

Формула 2

Исходя из этого измерить возможный предел и эффективность премии можно с помощью ROV по правилу чистой приведенной стоимости, где премия выступает первоначальными затратами – формула 3.

0<<

$$-Acquisition Premium + Real Option Value(Synergy; Control)$$

Формула 3

Различные трактовки данного правила применяется на практике. Так, Boston Consulting Group и Университет Мюнхена разработали софистический метод установления эффективной премии за риск в зависимости от объема синергии. Премия поглощения является функцией будущего дисконтированного денежного потока и зависит от следующих факторов:

- Стоимость сделки для продавца – это стоимость будущих дисконтированных денежных потоков. Продавец может предугадать о возможных уникальных эффектах синергии сделки для покупателя и потребовать за них соответствующую премию;
- Стоимость сделки для покупателя – это стоимость будущих денежных потоков плюс стоимость синергии. Но если покупатель в полном объеме оплачивает эти элементы сделки, то он не создает стоимость. Таким образом, диапазон оптимальной цены лежит между стоимостью будущих денежных дисконтированных потоков и их суммой с синергией.
- Разделяя стоимость синергии с таргетом, покупатель стимулирует сделать дисконт к премии и, таким образом, сделать NPV сделки положительным.[6]

Таким образом, в статье были рассмотрены основные мотивы переплаты за стратегические сделки, а также гипотезы, объясняющие влияние премии на стоимость и доходность слияния. По итогам анализа был сделан вывод о соотношении оптимального объема премии со стоимостью реального опциона синергии и управленческой гибкости, что позволило бы определить пределы цены предложения. Так согласно правилу чистой приведенной стоимости, премия должна будет быть меньше или равна стоимости реального опциона.

1. Robert G. Eccles, Kersten L. Lanes, Thomas C. Wilson. Are you paying too much for that acquisition [Электронный ресурс]? // Harvard Business Review, 1999. URL: <https://hbr.org/1999/07/are-you-paying-too-much-for-that-acquisition>.
2. Aswath Damodaran, Acquisitions and Takeovers [Электронный ресурс]. URL: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/acquisitions.pdf>.
3. Kaon Belén Díaz Díaz, Sergio Sanfilippo Azofra and Carlos López Gutiérrez. Are M&A premiums too high? [Электронный ресурс] // Quarterly Journal of Finance and Accounting, 2009. URL: https://www.jstor.org/stable/23075250?newaccount=true&read-now=1&seq=4#metadata_info_tab_contents.
4. David Trainer. Why companies overpay for acquisition? [Электронный ресурс] // Forbes, 2016. URL: <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/07/21/why-companies-overpay-for-acquisitions/#4a022d0b44c6>.
5. Roger L. Martin, Alison Kemper. Overvaluation Trap [Электронный ресурс] // Harvard Business Review, 2015. URL: <https://hbr.org/2015/12/the-overvaluation-trap>.
6. Jens Kengelbach, Dennis Utzerath, Christoph Kaserer, Sebastian Schatt. How Successful M&A Deals Split the Synergies [Электронный ресурс] // BCG, 2013. URL: <https://www.bcg.com/publications/2013/mergers-acquisitions-postmerger-integration-divide-conquer-deals-split-synergies.aspx>

Чугунова С.В., Кончакова Л.Н.

Управление инновационным потенциалом организации

*Сибирский государственный университет науки и технологий
имени академика М.Ф. Решетнева
(Россия, Красноярск)*

doi:10.18411/spc-08-10-2018-07

idsp: 000001:spc-08-10-2018-07

Аннотация

В статье исследованы основные трактовки понятий «инновация» и «управление инновационным потенциалом». Предложено и обосновано определение инновационного потенциала организации, модель управления инновационным потенциалом организации.

Ключевые слова: инновации, инновационный потенциал, управление инновациями, управление инновационным потенциалом, конкурентные преимущества.

В инновационном развитии России на сегодняшний день уникальная ситуация: имеется значительный научный, производственный потенциал, сложившиеся системы торговых контактов с государствами ближнего и дальнего зарубежья, разветвленной инфраструктуры и транспортных коммуникаций, фундаментальные и технологические возможности, высококвалифицированные кадры, но крайне слабая реализация инноваций в производстве. Инновационное развитие должно быть направлено на поддержку новых высокотехнологических производств, совершенствование инновационной инфраструктуры, увеличение выпуска инновационной продукции.