

Валерий Галасюк – академик АЭН Украины, генеральный директор аудиторской фирмы «КАУПЕРВУД» (г. Днепропетровск), член Президиума Совета Союза аудиторов Украины, член Аудиторской Палаты Украины, председатель ревизионной комиссии Украинского общества оценщиков, заместитель председателя Правления Ассоциации налогоплательщиков Украины
Виктор Галасюк – директор департамента кредитного консалтинга информационно-консалтинговой фирмы «ИНКОН-ЦЕНТР» (консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»), лауреат конкурсов молодых оценщиков Украинского общества оценщиков



СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ СТОИМОСТИ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ КОМПАНИЙ КАК ОДНО ИЗ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОСНОВАНИЙ ПРОЦЕССА ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Глобализация. Этим термином характеризуют основное направление развития мирового сообщества в начале третьего тысячелетия. Тема глобализации все чаще привлекает к себе внимание известных ученых, бизнесменов, политиков. Вместе с тем на сегодняшний день нет единого толкования самого термина «глобализация». Одни вкладывают в это понятие преимущественно экономическое содержание: «Глобализация – это нарастающий процесс интеграции мировой экономики с расширением потоков капитала, товаров, услуг, рабочей силы и идей» [1,с.131]. Другие трактуют данный термин гораздо шире. Так, например, профессор Брюс Стоукс в работе «Глобализация в зеркале общественного мнения», в частности, отмечает: «Однако глобализация – это много больше чем только экономический феномен» [2].

Брюс Стоукс говорит: «Глобализация углубляет, расширяет и ускоряет всемирные взаимосвязи и взаимозависимости во всех сферах сегодняшней общественной жизни, от культурной до криминальной, от финансовой до спиритической, как пишет в своей книге “Runaway World” британский социолог Энтони Гидденс.

Для одних это открывает новый мир возможностей и надежд. Для других это мир, в котором люди все меньше контролируют вещи, которые непосредственно затрагивают их повседневную жизнь. Так как глобализация означает разное для разных людей и даже разное для одного и того же человека, то нынешняя общественная дискуссия о глобализации выглядит запутанной и порой неестественной» [2].

Несмотря на то, что не существует единого мнения о границах понятия глобализации, мало кто возьмется оспаривать значимость этого процесса, поскольку его последствия уже сегодня можно наблюдать в

экономической, социальной, культурной и других сферах человеческой жизнедеятельности.

Отношение к глобализации, пожалуй, еще более неоднозначно, чем понимание ее границ. Так тематический обзор «Потенциал и опасности глобализации» за 2000 год, сделанный сотрудниками МВФ, начинается следующими словами: «Термин «глобализация» приобрел выраженную эмоциональную окраску. Одни считают, что это полезный процесс, имеющий ключевое значение для развития мировой экономики в будущем, и что он неизбежен и необратим. Другие же относятся к нему враждебно, даже со страхом, считая, что глобализация ведет к увеличению неравенства между странами и в их пределах, порождает угрозу роста безработицы и снижения уровня жизни и служит тормозом на пути социального прогресса» [3].

Конечно, последствия глобализации можно оценивать различным образом, но сам по себе процесс глобализации, по нашему мнению, действительно имеет ключевое значение для развития мировой экономики в будущем и обусловлен объективными причинами. Наши рассуждения, представленные в данной публикации, посвящены одной из таких причин - экономической, которая, как обнаруживается, в значительной мере предопределяет неизбежность развития процесса глобализации. В чем же заключается экономическое основание процесса глобализации?

В статье «Глобализация международных отношений и мирохозяйственных связей» экономический фактор, обуславливающий объективный характер процесса глобализации, характеризуется следующим образом: «небывалая концентрация и централизация капитала, организационные формы, рамки деятельности которых выходят за национальные границы, приобретают международный характер, способствуя формированию единого рыночного пространства» [4].

Подтверждения сказанного выше можно наблюдать практически ежедневно. Ведь в средствах массовой информации регулярно появляются сообщения о новых слияниях и поглощениях, которые к тому же зачастую сопровождаются ростом стоимости объединяющихся компаний. Ниже представлены лишь несколько фрагментов подобных сообщений.

«Как сообщает Reuters, американская компания Synopsys Inc., второй по величине в мире разработчик программного обеспечения для проектирования транзисторов, договорилась о покупке испытывающего финансовые трудности производителя ПО – компанию Avant! Corp... После обнародования информации о сделке в начале прошлой недели акции обеих компаний выросли в цене: Synopsys подорожали на 36 центов до \$55,39, а Avant! – на 64 цента до \$10,95» [5].

«Как сообщает агентство Reuters, одна из крупнейших в США табачных компаний R.J. Reynolds Tobacco Holdings Inc. (выпускает

сигареты марок Winston, Camel, Doral) покупает Santa Fe Natural Tobacco Co., небольшую частную табачную фирму, работающую на местном рынке... После объявления о заключении сделки в прошлый вторник акции R.J. Reynolds выросли в цене на 3 цента до отметки \$56,85» [6].

«Две американские нефтяные компании Phillips Petroleum Co. и Conoco Inc. В начале прошлой недели объявили о слиянии, в результате которого будет образована нефтяная компания – третья по величине в США... Рынок отреагировал на новость о слиянии ростом акций сливающихся компаний Phillips и Conoco на 3 и 4% соответственно» [7].

Проанализируем результаты подобных слияний и поглощений компаний с позиции основополагающей теоремы стоимости - Теоремы G1, сформулированной нами на базе концепции CCF* и теории измерений [8-20].

Теорема G1 гласит: *Стоимость объекта определяется его моментальной стоимостью и ожиданиями по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем.* Идею Теоремы G1 можно концептуально отразить следующей формулой:

$$V = f(M, e), \quad (1)$$

где V – стоимость объекта (ден.ед.);

M – моментальная стоимость объекта (ден.ед.);

e – безразмерный коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости объекта за определенный период времени в будущем.

На базе теоремы G1 была сформулирована Теорема G1B, отражающая новый подход к оценке бизнеса. **Теорема G1B** гласит: *Стоимость бизнеса определяется его моментальной стоимостью и ожиданиями по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем.*

Положения Теоремы G1 и Теоремы G1B, с использованием «золотой формулы CCF», позволили получить универсальную формулу стоимости:

$$V_i = M_i \cdot e_i, \quad (2)$$

где V_i – стоимость объекта в момент времени t_i ;

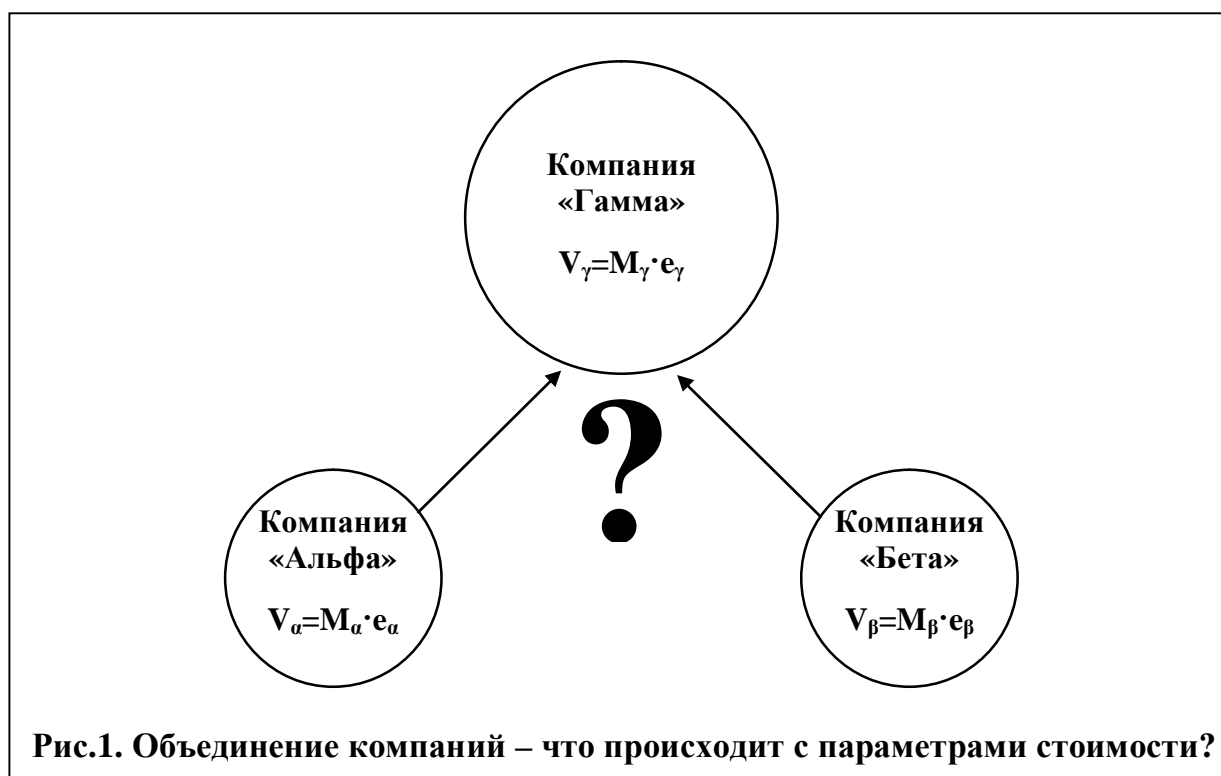
* Концепция условно-денежных потоков (conventionally cash flows conception) предложена академиком АЭН Украины Валерием Галасюком [8-20, www.galasyuk.dnepr.net].

M_i – моментальная стоимость объекта в момент времени t_i ;
 e_i – безразмерный коэффициент, отражающий ожидания в момент времени t_i по поводу изменения моментальной стоимости объекта за определенный период времени в будущем.

Полученная формула (2) позволила раскрыть механизм неожиданных катастрофических банкротств компаний, в том числе и таких гигантов как Enron, WorldCom и др. Было продемонстрировано, что причина «обвала» стоимости не в изменении *моментальной стоимости* бизнеса, отражающей результат его прошлой деятельности, а в стремительной кардинальной перемене *ожиданий по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем* [8].

Следует отметить, что формула (2) полезна для понимания механизма воздействия слияний и поглощений на стоимость компаний. Если основной целью деятельности компаний является максимизация их стоимости, то вполне логично предположить, что основным мотивом слияний и поглощений является повышение стоимости новых компаний, образующихся в результате. Причем при слияниях и поглощениях, как правило, преследуется цель не простого арифметического суммирования стоимости объединяющихся компаний, а достижения синергетического эффекта стоимости, когда стоимость целого оказывается больше, чем суммарная стоимость его частей. Каков же механизм достижения синергетического эффекта стоимости при слияниях и поглощениях компаний?

Для ответа на поставленный вопрос построим элементарную модель объединения компаний. Допустим компании «Альфа» и «Бета» объединяются. Назовем новую компанию «Гамма». Для упрощения допустим, что все субъекты оценивают моментальную стоимость и ожидания одинаково. Моментальная стоимость компании «Альфа» равна M_α , а коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости данной компании за период Δt в будущем равен e_α . Моментальная стоимость компании «Бета» равна M_β , а коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости данной компании за период Δt в будущем равен e_β . Моментальную стоимость компании «Гамма» обозначим как M_γ , а коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости данной компании за период Δt в будущем, обозначим как e_γ . Что же происходит с параметрами M и e объединяющихся компаний «Альфа» и «Бета»? Каким образом они трансформируются в соответствующие параметры новой компании «Гамма», образуя ее стоимость (см. рис.1)?



Относительно моментальной стоимости компании «Гамма» можно допустить, что она будет незначительно отличаться от арифметической суммы моментальной стоимости компании «Альфа» и моментальной стоимости компании «Бета». В основе данного допущения лежит *постулат аддитивности результатов прошлой деятельности объединяющихся компаний*, ведь все мы знаем, что прошлого нам изменить не дано. С учетом изложенного будет справедливо следующее выражение:

$$M_\gamma = M_\alpha + M_\beta, \quad (3)$$

где M_γ – моментальная стоимость компании «Гамма» (ден. ед.);
 M_α – моментальная стоимость компании «Альфа» (ден. ед.);
 M_β – моментальная стоимость компании «Бета» (ден. ед.).

Тогда стоимость компании «Гамма» можно выразить следующим образом:

$$V_\gamma = M_\gamma \cdot e_\gamma = (M_\alpha + M_\beta) \cdot e_\gamma, \quad (4)$$

где V_γ – стоимость компании «Гамма» (ден. ед.);

e_γ – коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости компании «Гамма» за период Δt в будущем.

Цель достижения синергетического эффекта стоимости, которая, как правило, преследуется при слияниях и поглощениях компаний можно отразить с помощью следующего неравенства:

$$V_\gamma > V_\alpha + V_\beta, \quad (5)$$

где V_α – стоимость компании «Альфа» (ден. ед.);

V_β – стоимость компании «Бета» (ден. ед.).

Неравенство (5) трансформируется в неравенство следующего вида:

$$(M_\alpha + M_\beta) \cdot e_\gamma > M_\alpha \cdot e_\alpha + M_\beta \cdot e_\beta, \quad (6)$$

где e_α – коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости компании «Альфа» за период Δt в будущем;

e_β – коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости компании «Бета» за период Δt в будущем.

Исходя из изложенного выше, **условие достижения синергетического эффекта стоимости при объединении компаний может быть аналитически выражено следующим образом:**

$$e_\gamma > \frac{M_\alpha \cdot e_\alpha + M_\beta \cdot e_\beta}{M_\alpha + M_\beta}. \quad (7)$$

То есть, чтобы стоимость компании «Гамма» была больше арифметической суммы стоимости объединяющихся компаний «Альфа» и «Бета», параметр e_γ компании «Гамма» должен превышать средневзвешенную соответствующих параметров компаний «Альфа» и «Бета» по значениям их моментальной стоимости.

С учетом изложенного, условие достижения синергетического эффекта стоимости при объединении компаний можно сформулировать так: для того, чтобы стоимость объединенной компании была больше арифметической суммы стоимости объединяющихся компаний, значение параметра e объединенной компании должно быть больше средневзвешенной

значений соответствующих параметров объединяющихся компаний по величине их моментальной стоимости.

Таким образом, мы обнаруживаем, что синергетический эффект стоимости при слияниях и поглощениях компаний достигается прежде всего за счет значения коэффициента e , отражающего ожидания по поводу изменения моментальной стоимости компании в будущем. Причем, так как эти ожидания субъективны и их носителем является субъект-человек, то психологический фактор играет немаловажную роль. В чем же проявляется влияние этого фактора?

Мы полагаем, что существует определенный психологический паттерн «информация об объединении компаний – ожидание синергетического эффекта стоимости – достижение синергетического эффекта стоимости». Информация о слияниях и поглощениях компаний активизирует его, формируя у инвесторов определенные ожидания, ведь если компании объединяются, значит для этого существует достаточно значимый экономический стимул, которым зачастую является достижение синергетического эффекта стоимости. Как только у инвесторов возникают ожидания в отношении достижения синергетического эффекта стоимости при объединении компаний, в действие вступает механизм «рефлексивности», обеспечивающий наличие двусторонней связи между ожиданиями и действительным ходом событий.

Автор концепции «рефлексивности» Джордж Сорос в своей известной работе «Кризис мирового капитализма» говорит: «Когда мы думаем о событиях внешнего мира, движение времени может создать определенную степень изоляции между мыслями и реальностью. Наши настоящие мысли могут повлиять на будущие события, но будущие события не могут влиять на процесс мышления в настоящем; только в определенный день в будущем эти события превратятся в опыт, который может изменить потом мышление участников. Но эта изоляция не является абсолютно непреодолимой благодаря роли ожиданий. Наши ожидания будущих событий не являются пассивными в отношении самих этих событий, они могут измениться в любой момент, изменяя при этом результат. Именно это явление и происходит постоянно на финансовых рынках. Сущность инвестирования заключается в предвидении, или «дисконтировании», будущего. Но цена, которую инвесторы готовы заплатить сегодня за ценную бумагу (валюту или товар), может изменить состояние соответствующей компании (валюты или товара) самыми разными способами. Таким образом изменения текущих ожиданий влияют на будущее» [21, с.7-8].

То есть, зачастую мы можем наблюдать своеобразное «самосбывающееся пророчество», когда основанные на прошлом опыте ожидания инвесторов в отношении достижения синергетического эффекта стоимости при объединении компаний, к тому же «подогреваемые» наличием рефлексивности,

действительно сбываются. На наш взгляд это «самосбывающееся пророчество» и является одним из факторов, обуславливающих концентрацию капитала и развитие процесса глобализации.

Следует отметить, что хотя описанный психологический механизм не носит характера универсального закона, однако в силу своей типичности он обладает существенной практической значимостью.

Список литературы:

1. Федотов А.П. Глобалистика: Начала науки о современном мире: Курс лекций/ А.П. Федотов.-М.: Аспект Пресс, 2002.-224 с.
2. <http://www.deutschebotschaft-moskau.ru/ru/library/internationale-politik/2001-07/article05.html>
3. <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/rus/041200r.htm>
4. <http://globalization.report.ru/material.asp?MID=209>
5. Synopsys купит Avant! // Украинская Инвестиционная Газета «Финансы & Компании» №50 (322) от 11 декабря 2001г.-С.25.
6. RJR покупает Santa Fe // Украинская Инвестиционная Газета «Финансы & Компании» №51 (323) от 18 декабря 2001г.-С.23.
7. Phillips и Сопосо объявляют о слиянии // Украинская Инвестиционная Газета «Финансы & Компании» №48 (320) от 27 ноября 2001г.-С.23.
8. Теорема G1B –новый підхід до оцінки бізнесу, побудований на концепції CCF// Державний інформаційний бюлетень про приватизацію.-2002.-№5.-С.60-64.
9. Галасюк В.В. Проблемы теории принятия экономических решений: Монография.- Днепропетровск: Новая идеология, 2002. – 304 стр.
10. Галасюк В.В. Должны ли быть одинаковыми ставки дисконтирования для положительных и отрицательных условных денежных потоков?//Финансовая консультация.-1999.-№45-48.-С.12-17.
11. Галасюк В.В. К проблеме использования понятия «условный денежный поток»//Академічний огляд.-2000.-№1.-С.54-56.
12. Галасюк В.В. О необходимости использования понятия «условный денежный поток»//Фондовый рынок.-2000.-№18.-С.18-20.
13. Галасюк В.В. Условные денежные потоки и пространство//Фондовый рынок.-2000.-№ 28.-С.15-16.
14. Галасюк В.В. Новое – это хорошо забытое старое, или о необходимости использования «правовой концепции» при определении понятия «активы»//Фондовый рынок.-2000.-№29.-С.2-5.
15. Галасюк В.В. О необходимости использования понятия «условный денежный поток»//Финансовые риски.-2000.-№1.-С.125-128.
16. Галасюк В.В. Условные денежные потоки и пространство//Финансовые риски.-2000.-№1.-С.120-122.

17. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Понятие денежных потоков и условных денежных потоков в контексте финансовой концепции капитала МСБУ//Вестник бухгалтера и аудитора Украины.-2000.-№18.-С.4-5.
18. Галасюк В.В. Новое – это хорошо забытое старое, или о необходимости использования «правовой концепции» при определении понятия «активы»//Бизнес: Бухгалтерия.- 2000.-№29.- С.62-65.
19. Галасюк В., Галасюк В. Понятие денежных потоков и условных денежных потоков в контексте финансовой концепции капитала МСБУ//Финансовая консультация. –2000. -№ 31-32. –С.17-19.
20. Галасюк В.В. Основоположні принципи теорії фінансів у контексті проблеми дисконтування умовних грошових потоків// Вісник НБУ. – 2000. - № 4.-С. 53-56.
21. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-XXVI, 262 с.

Координаты авторов:

Консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»,

Украина, г. Днепропетровск, ул. Гоголя 15-а,

тел./факсы: (38 0562) 47-16-36, 47-83-98, (38 056) 370-19-76

www: www.cowperwood.dnpr.net, www.galasyuk.dnpr.net, www.ccf.com.ua, www.galasyuk.com
e-mail: vv@cowperwood.dnpr.net, vit@inkon.dnpr.net, vit@galasyuk.com